سلسلة المحاسبة

قياس أثر المحاسبة عن استراتيجيات التحوط على جودة القوائم المالية

الدكتور

نبيل سالم أحمد الوقاد

الدكتور

إبراهيم جابر السيد أحمد

دار العلم والإيمان للنشر والتوزيع

دار الجديد للنشر والتوزيع

٦٥٧.٦١ أحمد ، إبراهيم جابر السيد .
أ. إ

قياس أثر المحاسبة عن استراتيجيات التحوط على جودة القوائم المالية / إبراهيم جابر السيد أحمد ، نبيل سالم أحمد الوقاد.- ط١.- دسوق: دار العلم والإيمان للنشر والتوزيع ، دار الجديد للنشر والتوزيع.

٤٠٠ ص ؛ ١٧.٥ × ٢٤.٥سم . (سلسلة المحاسبة)

تدمك : تدمك : ٣ - ٦١٨ – ٣٠٨ – ٩٧٧ – ٩٧٨

١. المحاسبة القومية

٢. الوقاد ، نبيل سالم أحمد (مؤلف مشارك) .

أ - العنوان .

رقم الإيداع : ١١٣٣١.

الناشر : دار العلم والإيمان للنشر والتوزيع
دسوق - شارع الشركات- ميدان المحطة – بجوار البنك الأهلي المركز
هاتـف- فاكس : ٠٠٢٠٤٧٢٥٥٠٣٤١ محمول : ٠٠٢٠١٢٧٧٥٥٤٧٢٥-٠٠٢٠١٢٨٥٩٣٢٥٥٣
E-mail: elelm_aleman٢٠١٦@hotmail.com & elelm_aleman@yahoo.com

النـــاشـر : دار الجـديد للنشر والتـوزيع
تجزءة عزوز عبد الله رقم ٧١ زرالدة الجزائر
هاتف : ٢٤٣٠٨٢٧٨ (٠) ٠٠٢٠١٣
محمول ٦٦١٦٢٣٧٩٧ (٠) ٠٠٢٠١٣ & ٧٧٢١٣٦٣٧٧ (٠) ٠٠٢٠١٣
E-mail: dar_eldjadid@hotmail.com

الفهرس

المقدمة

في الشؤون المالية،التحوط (Hedging)هو موقف يتخذ في سوق معين وذلك في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر بهدف تقليل التعرض للمخاطر الغير مرغوب فيها هناك العديد من المحددات المالية لتحقيق هذا الهدف، تشمل وثائق التأمين، العقود الآجلة، المقايضة، الخيارات وقد أنشئت أسواق العقود الآجلة في عام ١٨٠٠ للسماح بسياسة تحوط شفافة وموحدة، بل ومنذ ذلك الحين توسعت لتشمل العقود الآجلة للتحوط في قيم الطاقة، المعادن الثمينة، العملات الأجنبية، وتقلبات أسعار الفائدة. والكثير من التحوطات لا تنطوي على الكثير من الغريب أو مشتقات الأدوات المالية.

والتحوط الطبيعي هو استثمار يقلل من مخاطر غير مرغوب فيها بما يناسبها من التدفقات النقدية، أي إيرادات والنفقات.

فعلى سبيل المثال، يواجه أحد المصدرين إلى الولايات المتحدة مخاطر التغيرات في قيمة الدولار، واختار أن يفتتح مرافق الإنتاج في تلك السوق لمطابقة نتائجها المتوقعة من إيرادات المبيعات إلى هيكل التكاليف

مثال آخر هو شركة تفتتح فرعا لها في بلد آخر يقترض بالعملة المحلية لتمويل عملياتها، على الرغم من أن أسعار الفائدة المحلية قد تكون أغلى من مثيلتها في بلدها الأصلي: عن طريق مطابقة مدفوعات الديون إلى الإيرادات المتوقعة في العملة المحلية، وهي الشركة الأم قد تقلل من التعرض للعملة الأجنبية.

الفصل الأول
الاحتياط في التعامل المالي

التحوط في اللغة عائد إلى الحفظ والصيانة ودفع الضرر قبل وقوعه، وأقرب المصطلحات التي تحمل هذا المعنى هي الرعاية والوقاية؛ قال: ابن فارس: «الراء والعين والحرف المعتل أصلان: أحدهما المراقبة والحفظ، والآخر الرجوع».

وفي الكليات[١]: «الاحتياط: هو فعل ما يُتمكن به من إزالة الشك، وقيل: التحفظ والاحتراز من الوجوه لئلا يقع في مكروه، وقيل: استعمال ما فيه الحياطة أي الحفظ، وقيل: هو الأخذ بالأوثق من جميع الجهات ومنه قولهم «افعل الأحوط»، يعني افعل ما هو أجمع لأصول الأحكام وأبعد عن شوائب التأويل».

أما في الاصطلاح، فقد عُرّف التحوط بتعريفات عديدة كلها متقاربة نخلص منها بأنه يعني تجنب المخاطر أو إدارتها قدر الإمكان باختيار صيغ عقود التحوط مع المحافظة على عائد الاستثمار. ويمكن تعريفه بأنه: وقاية رأس مال المستثمر بعقود تجنبه الوقوع في المخاطر أو تقليلها قدر الإمكان.

ومصطلح التحوط في الأسواق المالية المعاصرة يعني تجنب المخاطر قدر الإمكان[٢]، ويتم ذلك من خلال جملة من العقود المسماة بعقود التحوط.

ويستخدم الفقهاء لفظ الحيطة أو الاحتياط، والأغلب استخدام هذه الألفاظ في أبواب العبادات.

والتحوط ليس ضماناً بالمعنى الخاص ولا العام، وإنما يكون ببذل الوسع في تجنب المخاطر والوقاية منها.

وفيما يلي نتناول أنواع التحوط والتأصيل الشرعي له، وكذلك التأصيل الشرعي للمخاطرة وضمان رأس المال.

أنواع التحوط:

التحوط أنواع باعتبارات متعددة، وفيما يلي أهم تلك الأنواع باختصار:

أولاً – أنواع التحوط باعتبار محله:

التحوط يكون من المخاطر، وأنواع المخاطر كثيرة يمكن الرجوع إليها في الكتب المتخصصة في المخاطر وإدارتها، **وبالتأمل فإنه يمكن إرجاعها إلى نوعين رئيسين، هما:**

١- المخاطر في مجال الاستثمار، وتشمل المخاطر على رأس المال، والعائد، ومخاطر السوق، والسيولة، وتذبذب العملات.

٢- المخاطر الائتمانية، والمقصود بها المخاطر من تعثر السداد بسبب إفلاس العميل أو مماطلته.

ثانياً – أنواع التحوط باعتبار طريقته:

والتحوط بهذا الاعتبار أنواع، منها ما يأتي(٣):

١- التحوط الاقتصادي: ويقصد به أساليب التحوط التي لا تتطلب الدخول في تعاقدات مع أطراف أخرى لغرض التحوط، مثل تنويع الأصول الاستثمارية.

٢- التحوط التعاوني: وهو قائم على علاقة تبادلية لا تهدف للربح، مثل الصناديق التعاونية لغرض التحوط.

٣- التحوط التعاقدي: والمقصود به أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة والمشاركة،مثل البيع الآجل، والسلم، والمضاربة.

ثالثاً – أنواع التحوط باعتبار شموله وتغطيته:

ينقسم التحوط من حيث شموله إلى تحوط تام، وتحوط ناقص. ويقصد بالتحوط التام: الذي يتخلص به من المخاطر كلياً، والناقص: الذي يتخلص به من المخاطر جزئياً.

وينقسم التحوط من حيث المخاطر التي يغطيها إلى: تحوط كلي، وتحوط جزئي.

والتحوط الكلي يعني تحوط المنشأة لكافة المخاطر التي تتعرض لها، والتحوط الجزئي: يكون عندما تختار المنشأة التحوط لبعض أنشطتها وأصولها[٤].

التأصيل الشرعي للتحوط والمخاطرة وضمان رأس المال:

التأصيل الشرعي للتحوط:

التحوط – كما تقدم – يعني حماية رأس المال ووقايته من الخسارة أو النقص، وهو بهذا المعنى مطلوب شرعاً، ويدخل ضمن مقصد حفظ المال وهو أحد مقاصد الشريعة الإسلامية الضرورية التي جاءت الشريعة برعايتها وحفظها.

التحوط يعني حماية رأس المال ووقايته من الخسارة أو النقصب: المال، والسعي في كسبه، وحرص الشريعة الإسلامية على حماية أموال الناس ظاهر في احترام الملكية الفردية، والنهي عن أكل أموال الناس بالباطل، وأخذها بغير

حق، **وقد شرع الإسلام جملة من التشريعات والتوجيهات التي تشجع على حفظ المال عن طريقين هما:**

١- حفظ المال بطريق إيجاد المال: حيث أباح الإسلام المعاملات العادلة، فقد أقر الإسلام أنواعاً من العقود كانت موجودة بعد أن نقاها مما كانت تحمله من الظلم، وذلك كالبيع والإجارة والرهن والشركة وغيرها، كما حث على السعي لكسب الرزق وتحصيل المعاش، قال تعالى: ﴿هُوَ ٱلَّذِى جَعَلَ لَكُمُ ٱلْأَرْضَ ذَلُولًا فَٱمْشُواْ فِى مَنَاكِبِهَا وَكُلُواْ مِن رِّزْقِهِۦ ۖ وَإِلَيْهِ ٱلنُّشُورُ ﴿١٥﴾﴾

[سورة المُلك:١٥]. [سورة المُلك:١٥].

٢- حفظ المال من جانب العدم: حيث منع الإسلام الربا والقمار وأكل أموال الناس بالباطل، وجعل تحريم الربا والقمار والميسر والغرر والجهالة ركناً أساساً في سعي الإسلام نحو تنظيم الحياة الاقتصادية، وحرم الحيل التي تبيحها حماية وحفظاً وصوناً للمال من المخاطر التي يتعرض لها، كما فرض الإسلام العقوبات المناسبة على من يتعدى على الأموال، فقد حرم السرقة وغلظ في عقوبتها، قال تعالى: ﴿وَٱلسَّارِقُ وَٱلسَّارِقَةُ فَٱقْطَعُوٓاْ أَيْدِيَهُمَا جَزَآءًۢ بِمَا كَسَبَا نَكَٰلًا مِّنَ ٱللَّهِ ۗ وَٱللَّهُ عَزِيزٌ حَكِيمٌ ﴾

[سورة المائدة:٣٨].

ومن الطرق والأساليب التي ذكرها المتقدمون للتحوط وحماية رأس المال ما يأتي[٥]:

١- ألا ينفق أكثر مما يكتسب فإنه متى فعل ذلك لم يلبث المال أن يفنى ولا يبقى منه شيء البتة.

٢- ألا يكون ما ينفق مساوياً لما يكسب، بل يكون دونه ليبقى ما يكون عنده لنائبة لا تؤمن إن كان تاجراً مثل أن تكسد البضاعة.

٣- ألا يشغل ماله الشيء الذي يبطئ خروجه عنه، وإنما يكون ذلك مما يقل طلابه.

وقد نشأت عقود التحوط في العصر الحاضر حلاً لمشكلات التذبذب في الأسعار والعملات، ومع تنوع الاستثمارات المعاصرة وتطورها ازدادت الحاجة إلى عقود التحوط لمواجهة المخاطر.

ولا تزال الأسواق المالية تزج بشكل متتابع بالعديد من أدوات التحوط، وكثير منها لا يتوافق مع الضوابط والمقاصد في الشريعة، وأدوات التحوط التقليدية تعتمد في الأساس على المشتقات، وأشهر أنواع المشتقات المالية ثلاثة هي: الخيارات، المستقبليات، والمبادلات.

وقد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ٦٣ (٧/١) بتحريم عقود الاختيارات وتداولها، كما صدر المعيار الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية رقم [٦]: لا يجوز شرعاً التعامل بعقود المستقبليات والاختيارات وعمليات المبادلات المؤقتة إنشاء وتداولاً.

والمشتقات تهدف من حيث الأصل إلى تبادل المخاطر المالية بحيث تنتقل إلى الطرف الأكثر جدارة وقدرة على تحملها، بينما الطرف الآخر يتفرغ للعملية الإنتاجية. فالشركة المصنعة التي تتخوف من تقلبات أسعار المواد التي تنوي تصنيعها بما قد يمنعها من زيادة كمية الإنتاج يمكنها التخلص من هذه المخاطر من خلال العقود المستقبلية بنقل هذه المخاطر إلى غيرها، ومن ثم تتمكن من رفع مستوى الإنتاج. لكن الناظر في واقع الأسواق المالية يدرك تماماً أن المشتقات (التقليدية) أصبحت أحد أهم أدوات المجازفة، إذ تحولت إلى مبادلات

بغرض المقامرة على فروق الأسعار، ولا يقصد منها نقل ملكية الأصول محل الاشتقاق؛ إذ إن ما يربو على ٩٠% من هذه العقود يتم تسويتها قبل حلول أجل التسليم. ولذا كان من الضروري ابتكار أدوات مشروعة للتحوط، تحقق الحماية لرأس المال مع تلافي سلبيات الأدوات التقليدية.

وبالنظر في العقود المشروعة للاستثمار؛ فهي إما عقود مداينة، أو عقود مشاركة، والنوع الأول يحقق حماية أكثر بعائد أقل، والنوع الثاني يحقق عائداً أكبر بحماية أقل، فالطريقة المناسبة للتحوط هي المزج بين عقد مداينة وعقد مشاركة لزيادة العائد مع المحافظة على رأس المال[٧].

التأصيل الشرعي للمخاطرة:

المخاطرة في اللغة مأخوذة من الخطر، ومادة الخطر في اللغة تأتي على معان، منها: الإشراف على الهلاك، وخوف التلف، والمراهنة[٨]، وهذه المعاني تدور حول التردد والاحتمال بين وقوع الشيء وعدم وقوعه.

والمخاطرة في الاصطلاح الفقهي قريبة من المعنى اللغوي[٩].

ومن تعريفات المعاصرين للمخاطرة:

١- الوضع الذي نواجه فيه احتمالين كلاهما قابل للوقوع[١٠].

٢- عدم التيقن بحدوث النتائج المطلوبة، واحتمال أن يكون المآل إلى أمر غير محبب للنفس[١١].

٣- احتمال الوقوع في الخسارة.

وقريب منه: التعرض لاحتمال الهلاك أو التلف [١٢].

والمخاطرة جزء من تبعة الهلاك التي يتحملها الضامن، وذلك أن الضمان يشمل تحمل مخاطر الملكية وهي احتمال وقوع الهلاك والخسارة بالمال أثناء حيازته له، كما يشمل تحمل آثار الهلاك والخسارة بعد وقوعها، وهذا القدر لا يسمى مخاطرة، فيكون تحمل المخاطرة جزءاً من الضمان.

قال شيخ الإسلام ابن تيمية – رحمه الله: «الخطر خطران: خطر التجارة، وهو أن يشتري السلعة يقصد أن يبيعها بربح ويتوكل على الله في ذلك، فهذا لا بد منه للتجار، والتاجر يتوكل على الله، يطلب منه أن يأتي من يشتري السلعة وأن يبيعها بربح، وإن كان قد يخسر أحياناً، فالتجارة لا تكون إلا كذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل مال الناس بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله»[١٣].

لا يجوز شرعاً التعامل بعقود المستقبليات والاختيارات وعمليات المبادلات المؤقتة إنشاء وتداولاً:

فبين - رحمه الله- أن المخاطرة على نوعين هما:

النوع الأول: المخاطرة الجائزة:

وهي التي تكون ناشئة عن تملك السلعة، وتحمل المالك التبعة والمسؤولية الناشئة عن تلفها أو نقصان قيمتها، فهذه مخاطرة مباحة، بل لا تنفك عنها أي مبادلة تجارية.

وهذه المخاطرة هي المقصودة في النصوص الشرعية التي تربط ما بين الربح والضمان.

فتملك السلعة ينشأ عنه ضمانها، وهذا الضمان ينشأ عنه مخاطرة، وبه يُستحق الربح، فإذا تجرد الأمر عن هذا الضمان فلا ربح.

ومن ذلك النهي عن ربح ما لم يضمن، ومن القواعد الشرعية المستنبطة من هذه النصوص قاعدة «الخراج بالضمان».

فالضمان الوارد في هذه النصوص هو ضمان المسؤولية التابع للملكية وقبض السلعة؛ ولهذا جاء في الأحاديث الأخرى النهي عن بيع الشخص ما لا يملك، وعن بيع ما لم يقبض، وبيع ما لم يملك.

والمتأمل في هذه النصوص يلحظ أنها جاءت بلفظ الضمان دون المخاطرة، مع أن الضمان نوع من المخاطرة؛ وذلك لأن المخاطرة ليست مقصودة للشارع، وكلما أمكن تجنبها فهو أفضل، بخلاف تحمل تبعة العين وضمانها فإن ذلك ضروري للمبادلات المنتجة.

وارتباط الربح بهذا النوع من الضمان، أي ضمان الملك مطرد، فلا ربح لمن لم يضمن، ولا يستحق النماء من لم يتحمل هذه المخاطرة.

النوع الثاني: المخاطرة المحرمة:

وهي المخاطرة التي يكون منشؤها الجهالة والغرر إما في المعقود عليه أو في الأجل أو الصيغة أو غيرها مما هو مقصود في العقود، فهذا النوع من المخاطر الأصل فيه التحريم؛ لما فيه من المقامرة والغرر. فإن كانت المخاطرة في مسابقة أو مغالبة فهي من القمار، وإن كانت في مبادلة تجارية فهي من الغرر.

ويستثنى من تحريم هذا النوع من المخاطر الحالات التي يغتفر فيها الغرر في العقود، وهي المخاطر التي لا يمكن التحرز منها، وتدعو إليها الحاجة، والمخاطر اليسيرة، والمخاطر التي لا تكون مقصودة في العقد(١٤).

التأصيل الشرعي لضمان رأس المال:

الضمان لغة: مصدر ضمنت الشيء أضمنه ضماناً(١٥)، وهو مشتق من (ضِمن)، جاء في مقاييس اللغة: «الضاد والميم والنون أصل صحيح، وهو جعل الشيء في شيء يحويه. ومن ذلك قولهم: ضمنت الشيء إذا جعلته في وعائه. والكفالة تسمى ضماناً من هذا لأنه كأنه إذا ضمنه فقد استوعب ذمته»(١٦).

وللضمان في اللغة عدة معان(١٦)، منها:

١- الالتزام، **يقال:** ضمنت المال أي ألتزمته.

٢- التغريم، يقال: ضمنته المال تضميناً، أي غرمته إياه.

تعريف الضمان في اصطلاح الفقهاء.

يطلق لفظ الضمان عند الفقهاء على عدة معان:

١- الكفالة بمعنى ضم ذمة الضامن إلى ذمة المضمون عنه في التزام الحق[١٧].

٢- غرامة الإنسان ما باشره أو تسبب فيه من الإتلافات والغصوب والعيوب والتغيرات الطارئة[١٨].

٣- الالتزام بالقيام بعمل[١٩].

٤- تحمل تبعة الهلاك والتعيّب[٢٠].

مما تقدم يمكن التنبيه إلى أن الضمان عند الفقهاء يطلق بمعناه الأخص ويعني: ضم ذمة إلى أخرى في التزام الحق، وهو مرادف للكفالة بالمال أو بالبدن.

كما يطلق الضمان بمعناه الأعم، ويعني: شغل الذمة بما يجب الوفاء به، فيكون بهذا الاصطلاح مرادفاً للمعنى اللغوي، أي الالتزام، سواء أكان التزاماً بالمال

أم بالنفس، وسواء أكان بعقد أم بدون عقد، وسواء أكان بالتزام من المكلف أم بإلزام من الشارع[٢١].

ويقصد بضمان رأس المال في الاستثمار: التزام المدير للاستثمار بسلامة رأس المال للمستثمر صاحب المال.

وقد انعقد الإجماع على أن يد المضارب يد أمانة لا تضمن إلا بالتعدي والتفريط[٢٢]، بل وذهب جماهير أهل العلم من الحنفية[٢٣]، والمالكية[٢٤]، والشافعية[٢٥]، والحنابلة[٢٦]، إلى عدم جواز اشتراط تضمين المضارب في حال عدم تعديه أو تفريطه، وحكموا بفساد هذا الشرط؛ لأن اشتراط

ضمان رأس المال على المضارب يقلب العقد من مضاربة إلى قرض، ويحوّل المضارب من كونه وكيلاً أميناً إلى كونه مقترضاً ضامناً، فتؤول المضاربة بذلك إلى قرض جر نفعاً. بل إن بعض أهل العلم نفى وجود خلاف في بطلان اشتراط ضمان المضارب، ومن ذلك قول ابن قدامة – رحمه الله: «متى شرط على المضارب ضمان المال، أو سهماً من الوضيعة فالشرط باطل. لا نعلم فيه خلافاً»[٢٧].

الطريقة المناسبة للتحوط هي المزج بين عقد مداينة وعقد مشاركة لزيادة العائد مع المحافظة على رأس المال .

وسائل التحوط لرأس المال من تذبذب القيمة السوقية :

هناك عدة وسائل وطرق للتحوط لرأس المال من تذبذب القيمة السوقية، ومنها المسائل التالية:

المسألة الأولى: الالتزام بضمان القيمة الاسمية:

يعتبر التزام مدير الاستثمار أو المُصدر أو مدير موجودات الصكوك بضمان رأس مال حملة الصكوك، أو الالتزام بشراء أصول صكوك المضاربة

أو المشاركة أو الوكالة بالاستثمار بالقيمة الاسمية[٢٨]، من أولى الطرق والوسائل التي اشتملت عليها بعض إصدارات الصكوك، وقد صدرت بتحريمها جملة من القرارات والفتاوى المجمعية، مثل: قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم ١٧٨(١٩/٤)[٢٩]، والذي نص على أن: «مدير الصكوك أمين لا يضمن قيمة الصك إلا بالتعدي أو التقصير أو مخالفة شروط المضاربة أو المشاركة أو الوكالة في الاستثمار»، وفيه: «لا

يجوز إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية بل يكون الإطفاء بقيمتها السوقية أو بالقيمة التي يُتفق عليها عند الإطفاء».

كذلك فقد نصت الفقرة ٥/١/٨/٧ من معيار صكوك الاستثمار –المعيار السابع عشر- الصادر عن المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الآتي: «أن لا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدراً معيناً من الربح»، وهو ما أكده بيان المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة الصادر في البحرين عام ١٤٢٩هـ، والذي جاء فيه: «لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها..».

وعلى ذلك فلا يجوز ضمان مصدر الصكوك قيمة الصك «رأس المال» ولا مقداراً محدداً من الأرباح، سواء أكان ذلك بصيغة الالتزام أو التعهد أو الوعد الملزم، وكذلك لا يجوز التزام المصدر أو تعهده أو وعده وعداً ملزماً بشراء أصل الصكوك «أو ما تمثله الصكوك» بالقيمة الاسمية للصك عند إطفاء الصكوك، أو إنهائها قبل حلول أجل إطفائها لأي من الظروف الطارئة[٣٠].

المسألة الثانية: تبرع إدارة الاستثمار بالضمان:

كانت فكرة التبرع بالضمان من الحلول المقترحة لضمان الاستثمار في بدايات المصرفية الإسلامية[٣١]**وهي على تخريجين هما:**

التخريج الأول: تستند هذه الفكرة على أن البنك جهة وسيطة بين (المستثمرين)، وبين الجهات المستفيدة من هذه الأموال، وبهذا فإن ضمانها للخسارة ليس من ضمان العامل لرأس المال، وإنما هو جهة ثالثة يمكنها أن تتبرع لصاحب المال بضمان ماله.

المخاطرة الجائزة هي التي تكون ناشئة عن تملك السلعة وتحمل المالك التبعة والمسؤولية الناشئة عن تلفها أو نقصان قيمتها

المناقشة:

نوقشت هذه الفكرة من عدة أوجه منها:

١- أن قيام المصرف بدفع مبالغ الودائع الاستثمارية إلى الجهات المستفيدة أمر يتفرع عن تمام التعاقد، وكون المصرف وسيطاً لا يغير من كونه عاملاً في رأس مال المستثمرين[٣٢].

٢- أن دعوى أن المصرف الإسلامي مجرد وسيط غير مسلَّمة، بدليل أن المصرف يأخذ من أرباح الأموال المستثمرة[٣٣].

٣- مع التسليم بأن المصرف وسيط بين المستثمرين والجهات المستفيدة، فإنه لا يجوز له الضمان حينئذٍ؛ لكي لا يجمع بين عقد تبرع ومعاوضة حتى لا يكون حيلة على أخذ الأجر على الضمان[٣٤].

التخريج الثاني: بناءً على أن المصرف متبرع بالضمان من غير شرط ومن غير أن يذكر في العقد أو في نشرة الإصدار أو لائحة الاستثمار، ويؤيد ذلك ما جاء عن بعض المالكية من جواز تطوع العامل بالضمان في المضاربة. جاء في حاشية الدسوقي: «وأما لو تطوع العامل بالضمان ففي صحة ذلك القراض وعدمها خلاف»[٣٥].

المناقشة: إن هذا غير مقبول، لأن التبرع بالضمان – هنا – وإن لم ينص عليه في اتفاقية العاقد، فإن المصرف ملزم به، والمعروف عرفاً كالمشروط شرطاً. وما ذكره بعض المالكية من جواز تطوع العامل بالضمان لا يصح الاستشهاد به في هذا الموضع؛ لأن مرادهم فيما إذا تطوع العامل بذلك بعد تمام العقد.

وعلى ذلك فيجوز لمدير الاستثمار التبرع بالضمان بعد التعاقد[٣٦]، عند حصول الخسارة، مع التنبيه على أن ذلك الضمان إنما يصدر اختياراً من إدارة الاستثمار ودون مقابل، أو اشتراط من المكتتبين، ومن خلال ما تقدم يلحظ على تطبيق فكرة تبرع إدارة الاستثمار، أو جهة الإصدار بالضمان عند تقييدها بهذه القيود، أنها تكون في ظروف عارضة واستثنائية وقليلة الحدوث، ولا تصلح لأن تكون إجراء دائماً متعارفاً عليه.

المخاطرة المحرمة هي التي يكون منشؤها الجهالة والغرر إما في المعقود عليه أو في الأجل أو الصيغة أو غيرها

المسألة الثالثة: التزام طرف ثالث بالضمان:

تعتبر فكرة التزام طرف ثالث بالضمان من أبرز الحلول المقترحة وأكثرها انتشاراً وتطبيقاً في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية خاصة وأن هذه الفكرة طبقت عملياً مع التجارب الأولى لإصدار الصكوك[٣٧].

والتزام طرف ثالث بالضمان على حالين هما:

الحال الأولى: أن يكون التزام الطرف الثالث بالضمان تبرعاً.

الحال الثانية: أن يكون التزام الطرف الثالث بالضمان مقابل عوض.

وفيما يأتي بيان ذلك:

الحال الأولى: **أن يكون التزام الطرف الثالث بالضمان تبرعاً:**

وهذا هو الذي ينصرف إليه الكلام عند بحث هذه المسألة وهو الذي انتشر تطبيقه وكان مقترحاً لصكوك المقارضة في دورة المجمع عام ١٤٠٨هـ، وقد يكون الطرف الثالث فرداً أو شركة أو جهة، والغالب أن يكون من الحكومة، والتي تهدف من ذلك إلى تشجيع الناس على الإسهام والمشاركة في مشروعات استثمارية ضمن الخطة التنموية، والتي قد يحجم عنها كثير من المستثمرين لولا وجود الضمان[٣٨]، وهذا الالتزام ليس ضماناً بنية الرجوع على المضمون عنه، وليس ضماناً بأجر من جهة الإصدار أو المكتتبين في الصكوك .. هذا هو محل المسألة.

وقد اختلف العلماء المعاصرون فيما إذا التزم طرف ثالث بالضمان تبرعاً، بلا مقابل على قولين هما:

– القول الأول: ذهب بعض المعاصرين إلى تحريم ضمان رأس مال المستثمرين سواء أكان الضامن هو العامل أو طرفاً ثالثاً[٣٩]. واستدلوا بأدلة، منها:

الدليل الأول: اتفاق الفقهاء على أن الضامن إنما يصح ضمانه لما هو مضمون على الأصيل، كالقرض وثمن المبيع، وأما ما لم يكن مضموناً على الأصيل،فلا

يصح ضمانه؛ مثل الوديعة، ورأس مال المضاربة. جاء في المغني[٤٠]: «ويصح ضمان الأعيان المضمونة، كالمغصوب والعارية فأما الأمانات كالوديعة والعين المؤجرة والشركة والمضاربة فهذه إن ضمنها من غير تعدٍّ فيها لم يصح، لأنها غير مضمونة على من هي في يده فكذلك على ضامنه».

ونوقش: بأن ذلك الشرط الذي ذكره الفقهاء وارد لحق المضمون عنه؛ إذ لا يصح للضامن أن يضمن حقاً ليس ثابتاً،ثم يطالب المضمون عنه بذلك الحق. أما التزام طرف ثالث هنا فإنه قائم على محض التبرع[٤١].

الدليل الثاني: أن ضمان الطرف الثالث ذريعة إلى الوقوع في الربا، فيحرم عملاً بقاعدة سد الذرائع.

وذلك أن الطرف الثالث إذا جاز له ضمان الأصل فيجوز له ضمان نسبة من الربح وبذلك يفتح باب الربا.

يناقش: بأن ضمان الطرف الثالث كما في قرار المجمع لم يتضمن إجازة ضمان الربح، وعليه فلا يلزم منه ضمان الربح، ثم إنه لا يسلم كونه ذريعة إلى الربا ما دام من طرف خارج العقد مثل التورق العادي.

– القول الثاني: ذهب بعض العلماء المعاصرين إلى جواز التزام طرف ثالث في عقد المضاربة منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع -دون مقابل- بمبلغ مخصص لجبر الخسران الذي قد يطرأ على أموال المستثمرين.

وإلى هذا ذهب مجلس مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته الرابعة[٤٢] وعدد من الهيئات الشرعية في البنوك الإسلامية.

الأدلة: استدل أصحاب هذا القول بأدلة منها:

الدليل الأول: ما روى صفوان بن أمية رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم استعار منه درعاً يوم حنين، فقال: أغصب؟ فقال صلى الله عليه وسلم» لا، بل عارية مضمونة»[٤٣].

وجه الدلالة: أن الأصل في العارية أنها أمانة، لكن لما التزم النبي صلى الله عليه وسلم بضمانها صح الضمان ولزم، ويقاس على العارية المال المضارب به بجامع أن كلاً منهما أمانة في الأصل[٤٤]، ونوقش: بأنه لو صح الاستدلال بهذا الحديث لجاز أن يضمن العامل في المضاربة بالشرط كالمستعير، والإجماع منعقد على منعه[٤٥].

ويجاب بأن أصل المسألة في ضمان رأس المال دون الربح.

الدليل الثاني: حديث جابر رضي الله عنه قال: كان صلى الله عليه وسلم لا يصلي على رجل عليه دين فأتي بميت ليصلي عليه، فسأل صلى الله عليه وسلم «هل عليه دين؟» قالوا: نعم ديناران. قال «صلوا على صاحبكم»، قال أبو قتادة رضي الله عنه: هما عليّ يا رسول الله. فصلى عليه[٤٦].

وجه الدلالة: أن النبي صلى الله عليه وسلم قبل التزام طرف ثالث عن المدين والدائن في وفاء الدين،

فدل على جواز تبرع طرف ثالث عن طرفي عقد المضاربة بضمان الصكوك.

الدليل الثالث: أن التبرع في عقد المضاربة بالضمان من طرف ثالث هو بذل مثل سائر التبرعات، وإذا كان التبرع بالمال جائزاً فإن التبرع بالضمان هو أحرى بالجواز.

ونص قرار مجمع الفقه الإسلامي[٤٧]: «ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد، بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما يتبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد».

لا يجوز إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية بل يكون الإطفاء بقيمتها السوقية أو بالقيمة التي يُتفق عليها عند الإطفاء:

ويتضح من القرار أنه أجاز ضمان الطرف الثالث بضوابط وهي:

١- أن يكون الطرف الثالث مستقلاً في ذمته وشخصيته المالية عن طرفي العقد.

٢- أن يكون وعد الطرف الثالث على أساس التبرع بجبر الخسارة.

٣- أن يكون التزام الطرف الثالث مستقلاً عن عقد المضاربة.

وعلى ذلك فلا يصح ضمان الطرف الثالث في كل من الصور الآتية:

– ضمان الشركة القابضة إحدى الشركات التابعة لها، أو العكس.

– ضمان شركة ذات غرض خاص ينشؤها المصدر لغرض ضمان الإصدار، بغض النظر عن التسجيل القانوني لاسم مالك هذه الشركة ذات الغرض الخاص.

– ضمان دولة أو بنكها المركزي إصداراً أصدرته إحدى الوزارات أو المؤسسات الحكومية في ذلك البلد، أو العكس؛ لأنه وإن كان المصدر وزارة ما والضامن وزارة أخرى أو البنك المركزي؛ فالنتيجة أنها كلها جهات ممثلة للدولة[٤٨].

لكن المتأمل للتطبيقات العملية لضمان الطرف الثالث في بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية يلحظ عدم إعمال هذه القيود والضوابط بدقة بحيث يتضح عدم استقلال الطرف الثالث وانفصال شخصيته وذمته المالية عن ذمة جهة الإصدار، ومن ذلك[٤٩]:

١- جاء في توصيات الندوة الفقهية الاقتصادية المنعقدة بين مجمع الفقه الإسلامي والبنك الإسلامي للتنمية في ١٤١١/٠٥/١٦هـ: «جواز ضمان البنك لما يبيعه لصندوق الاستثمار التابع له، والذي يتولى إدارته على أساس المضاربة»، مع أن البنك قد يكون من أكبر المساهمين في الصندوق.

٢- جاء في توصيات ندوة البركة السادسة للاقتصاد والإسلامي: جواز ضمان فرع بنك البركة في جدة لأموال المستثمرين في بنك البركة بلندن، إذا اقتضت قوانين بلد البنك المضمون «فرع لندن» ضمان أموال المستثمرين.

٣- أجازت الهيئة الشرعية للبنك الأردني الإسلامي ضمان الدولة لأموال الأوقاف المستثمرة التي تديرها وزارة الأوقاف.

٤- جاء في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد المقصود باستقلال الطرف الثالث، المتعهد بالضمان في كونه جهة مالكة أو مملوكة بما لا يزيد عن النصف للجهة المتعهد لها[٥٠].

ويلحظ على هذه التطبيقات عدم تحقق استقلال الطرف الثالث بما لا يحقق الضوابط التي ذكرها قرار.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي.

ومن خلال ما تقدم من عرض الأقوال والأدلة والمناقشات وبعض الحالات التطبيقية يمكن التوصل للنتائج الآتية:

١- هناك تطبيقات لا تحقق الضوابط التي ذكرها قرار مجمع الفقه، مما يجعل القول بالمنع متجهاً باعتبار عدم استقلال الذمة المالية بين المتعهد بالضمان والمضمون عنه، مما يترتب عليه ضمان العامل لرأس المال.

٢- ضمان الطرف الثالث مقصور الوقوع من الناحية النظرية، مثل لو رغبت الحكومة في دعم أنشطة معينة، وتحفيز المستثمرين للدخول فيها من خلال التبرع بالضمان عند حصول الخسارة، وبذلك تكون الضوابط التي ذكرها قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي متوفرة في مثل هذه الصور فيكون القول بالجواز راجحاً حينئذ في هذه الحالة وأمثالها.

لكن هذا الحل من الناحية العملية قليل الحدوث، فلا يعتبر حلاً مناسباً عملياً لقضية التحوط لرأس المال؛ إذ الغالب في الطرف الثالث الذي يتبرع بالضمان لا يضمن إلا إذا كان له صفة أو مصلحة في المعاملة محل التعاقد.

الحال الثانية: أن يكون التزام الطرف الثالث بالضمان مقابل عوض:

إذا التزم طرف ثالث بضمان رأس المال أو رأس المال والربح في الاستثمارات فإن هذا التصرف يكون نوعاً من التأمين التجاري.

وجمهور المعاصرين على تحريمه وصدر به قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي. ويحرم لما فيه من أكل أموال الناس بالباطل، ولما يشتمل عليه العقد من غرر فاحش يفسد العقد.

المسألة الرابعة: التأمين التعاوني لضمان هلاك الأصول أو نقصها:

هذه الصيغة من الصيغ الأولية، ويمكن أن تعد من أنواع الضمانات المقدمة لحملة الصكوك أو الوحدات الاستثمارية وذلك بأن يتم إنشاء صندوق للتأمين التعاوني، أو التعاقد مع إحدى شركات التأمين التعاوني للتأمين على أصول الصكوك أو الوحدات الاستثمارية من الهلاك أو النقص.

ويتم الإفصاح في نشرة الإصدار عن كون جزء من الموجودات سيتم دفعه كاشتراك في تأمين تعاوني على الأصول.

والحكم في هذه الصيغة ينبني على جواز صيغة التأمين التعاوني المستجمع للضوابط الشرعية(٥١)، مع التأكيد على أهمية وجود تدقيق ورقابة شرعية ذات كفاءة تتأكد من تطبيق قرارات الهيئة الشرعية في الواقع العملي للتأمين المقدم لحملة الصكوك أو الوحدات الاستثمارية(٥٢).

وبالتأمل في هذه الصيغة يظهر أنها من ضمان الطرف الثالث المستقل عن طرفي العقد، من خلال عقد التأمين التعاوني.

المسألة الخامسة: الوعود المتبادلة للتحوط من تذبذب القيمة السوقية:

من الوسائل التي تتخذها بعض البنوك لتحقيق الحماية لعملائها المستثمرين إصدار وعود متبادلة بينها وبين المستثمر، بحيث يصدر وعد ملزم من البنك بشراء الأصول المستثمرة المملوكة للعميل في تاريخ محدد وثمن محدد، ولكنه شراء معلق على شرط، بأن يكون ثمنها الجاري في السوق أقل من ذلك الثمن الذي التزم البنك بالشراء به، وفي المقابل يقدم العميل وعداً ملزماً بالبيع للبنك عند حلول الأجل بنفس الثمن المتفق عليه، ولكن بشرط أن يكون ثمنها في السوق أعلى من ذلك الثمن المحدد.

ومثال ذلك لو أن عميلاً رغب في أن يحقق الحماية لاستثماراته بهذه الطريقة، فما عليه إلا أن يوكل البنك أن يشتري له أصولاً استثمارية «أسهماً مثلاُ بـ ٩٠ ريالاً» ويعده البنك بأن يشتري منه هذه الأسهم في تاريخ محدد بـ١٠٠ ريال إذا كان سعرها في السوق في ذلك الوقت يقل عن ١٠٠ ريال، ويعد العميل البنك بأن يبيعها على البنك بهذا المبلغ إذا كانت قيمتها الجارية في ذلك الوقت تزيد على ١٠٠ ريال.

ومحصلة هذه الطريقة أن العميل سيبيع هذه الأصول على البنك في التاريخ المحدد بمبلغ ١٠٠ ريال؛ لأن السعر الجاري في السوق وقت التنفيذ إن كان يزيد على ١٠٠ ريال فسيلزم البنك العميل بالبيع، وإن كان أقل فسيلزمه العميل بالشراء، وإن كان مساوياً لها فيستوي الأمر للطرفين، إذ لا فرق بين أن يبيعها العميل على البنك أو في السوق أو أن يشتريها البنك من العميل أو من السوق[٥٣].

الحكم الشرعي لهذه الوسيلة:

ذكر فضيلة الدكتور يوسف الشبيلي تفصيلاً جيداً في الحكم الشرعي، وذلك على النحو الآتي:

يختلف الحكم الشرعي لهذه الطريقة بحسب نوع العلاقة بين البنك والعميل. ولا يخلو الأمر من إحدى حالتين:

الحالة الأولى: أن يكون البنك وكيلاً عن العميل في الشراء، بحيث يقتصر دور البنك على كونه سمساراً عن العميل، ثم إذا تملك العمول تلك الأصول أجريا تلك الوعود المتبادلة، فلا يظهر في ذلك محظور شوعي، سواء أكان انتقال ملكية تلك الأصول إلى البنك في وقت التنفيذ بهذه الوعود أو بالبيع الآجل؛ لأن العميل يملك هذه الأصول وله بيعها نقداً أو بالأجل. ويستثنى من ذلك ما إذا

كانت تلك الأصول نقوداً أو ذهباً أو فضة، فإن صرف العملات وشراء الذهب والفضة يحرم فيه النسأ.

والحالة الثانية: أن يكون البنك مديراً لاستثمارات العميل، إما بالمضاربة أو الوكالة أو المشاركة، فقد يقول: إن هذه الوعود المتبادلة جائزة؛ لأنها وعود مستقلة لا تتفق في محل واحد في زمن واحد؛ لأن أحد الوعدين معلق على شرط أن يكون سعرها في السوق أقل من مائة، والثاني معلق على شرط أن يكون سعرها في السوق أعلى من مئة، فمورد الوعدين مختلف(٥٤)، وبهذا فليست هذه الوعود المتبادلة من المواعدة الملزمة للطرفين التي هي بمنزلة العقد وصدر فيها قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم (٤٠-٤١) وفيه: «المواعدة – وهي التي تصدر من الطرفين- تجوز في بيع المرابحة بشرط الخيار للمتواعدين، كليهما أو أحدهما، فإذا لم يكن هناك خيارٌ فإنها لا تجوز؛ لأن المواعدة الملزمة في بيع المرابحة تشبه البيع نفسه»(٥٥).

وقد يقال –وهو الأظهر – بعدم الجواز؛ لأن الوعدين وإن اختلفوا في شرط لزومهما إلا أن هذا الاختلاف غير مؤثر؛ لأن النتيجة الحتمية لهذه الوعود أن يتم التنفيذ بالسعر المتفق عليه سواء زادت القيمة السوقية لتلك الأصول على السعر المتفق عليه أم نقصت عنه أم عادلته؛ والمدير في حقيقة الأمر ملتزم بشراء هذه الأصول بقيمتها الاسمية وربح محدد. وقرار المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المتضمن تحريم التزام المدير بشراء الأصول بقيمتها الاسمية يشمل هذه الصورة فيما يظهر، والله أعلم.

التزام طرف ثالث بالضمان من أبرز الحلول المقترحة وأكثرها انتشاراً وتطبيقاً في المصارف الإسلامية

المسألة السادسة: الوسائل الوقائية لحماية رأس المال وإدارة المخاطر:

من تلك الوسائل: دراسة الجدوى، والتثمين الدقيق، وتنويع الاستثمار، وتكوين احتياطي من الأرباح، إلى غير ذلك من الوسائل لحماية رأس المال، وإدارة المخاطر المتنوعة[٥٦].

في الحلقة القادمة نتناول وسائل التحوط من تذبذب أسعار العملات ومن المخاطر الائتمانية.

هوامش الفصل

(١) للكفوي ص٥٦.

(٢) ينظر: التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم ص٦٦.

(٣) المرجع السابق ص١٣٣.

(٤) ينظر: إدارة المخاطر المالية، د. خالد الراوي ص٣٢٠، والمشتقات المالية، د. سمير رضوان ص٣٢٩.

(٥) هذه الطرق ذكرها أبو الفضل جعفر بن علي الدمشقي، في رسالته الإشارة إلى محاسن التجارة، ينظر: موسوعة الاقتصاد الإسلامي، تحرير: د. رفعت السيد العوضي ١٥٩/١.

(٦) ينظر: حماية رأس المال، د. يوسف الشبيلي ص٦٤.

(٧) ينظر: لسان العرب ٢٤٩/٤، والمصباح المنير ص١٤٧، والقاموس المحيط ص٤٩٤.

(٨) ينظر: المبسوط ١٥٨/٣٠، المدونة ١٥/٣، الفروع ٢٤/٤، الموسوعة الفقهية ٢٠٥/١٩.

(٩) المخاطر في صيغ التمويل المصرفي، د. محمد القري حولية البركة ٢٨١/٦.

(١٠) المخاطر في صيغ التمويل الإسلامي، د. محمد القري ورقة مقدمة لندوة إدارة المخاطر ١٤٢٥هـ، ص١.

(١١) التحوط في التمويل الإسلامي، د. سامي السويلم ص٦٢.

(١٢) تفسير آيات أشكلت ٧٠٠/٢.

(١٣) ينظر: الغرر للضرير ص٥٨١، وحماية رأس المال للشبيلي ص١٩.

(١٤) ينظر: تهذيب الأسمار واللغات ١٨٣/١.

(١٥) لابن فارس ٣٩٥/٣، وينظر: الصحاح ٢١٥٥/٦.

(١٦) ينظر: مادة ضمن في الصحاح ٢١٥٥/٦، المصباح المنير ص٢٩٧، لسان العرب ٢٦١٠/٢٩.

(١٧) ينظر: مواهب الجليل ٩٦/٥، تحفة المحتاج ٢٤٠/٥، كشاف القناع ٣٦٢/٣، والحنابلة يخصون لفظ الكفالة بالتزام إحضار بدن المدين، مع موافقتهم للمالكية والشافعية في إطلاق لفظ الضمان على الكفالة بالمعنى المذكور، ينظر: كشاف القناع ٣٧٥/٣.

(١٨) ينظر: بدائع الصنائع ٦٢/٦، المدونة ١٧٠/٤، الأم ٢٥٢/٣، كشاف القناع ٩٨/٤، الموسوعة الفقهية ٢١٩/٢٨.

(١٩) ينظر: بدائع الصنائع ٦٢/٦، كشاف القناع ٣٤/٤، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء ص٢٩٢.

(٢٠) ينظر المبسوط ٩/١٣، الكافي في فقه أهل المدينة ص٣٦٧، الحاوي الكبير ٢٢١/٥، المبدع ١٣/٤.

(٢١) ينظر: الضمان في الفقه الإسلامي لعلي الخفيف ٥/١.

(٢٢) وممن حكى الإجماع من أهل العلم: الإمام ابن عبدالبر في الاستذكار ١٢٤/٢١، وشيخ الإسلام ابن تيمية في مجموع الفتاوى ٨٢/٣٠.

(٢٣) ينظر: البحر الرائق، ابن نجيم ٢٨٨/٧.

(٢٤) ينظر: المنتقى شرح الموط، الباجي ٧٢/٧، الشرح الصغير، الدردير ٦٨٧/٣-٦٨٨.

(٢٥) ينظر: الحاوي الكبير، الماوردي ٣٧١/٧.

(٢٦) ينظر: الإنصاف، المرداوي ١١٣/٦،كشاف القناع، البهوتي ١٩٦/٣.

(٢٧) المغني ١٧٦/٧.

(٢٨) المقصود بالقيمة الاسمية، القيمة التي تحدد للصك عند إصداره، ومجموع قيم هذه الصكوك هو رأسمال الصندوق، وإذا وجد تعهد من مُصدره أو مديره فهو غير جائز؛ لأنه غرر ممنوع شرعاً وهذا يفقد الصكوك الإسلامية أهم خصائصها التي تميزت بها من حيث كونها أدوات مالية استثمارية مشروعة، ويدخلها في دائرة السندات المحرمة، وحامل الصك مالك له، له غنمه وعليه غرمه وهذا الذي يحقق معنى الملكية الحقيقية في الصكوك الإسلامية، ينظر: ضمانات الصكوك الإسلامية، د. حمزة الفعر ص٣٣٣.

(٢٩) الصادر عن مؤتمر المجمع في دورته التاسعة عشرة المنعقدة في إمارة الشارقة بدولة الإمارات، من ١-٥ جمادى الأولى ١٤٣٠هـ، الموافق ٢٦-٣٠ إبريل ٢٠٠٩م.

(٣٠) ينظر: ملكية حملة الصكوك، د. حامد ميرة، ص١٥.

(٣١) ينظر: البنك اللاربوي د. محمد باقر الصدر، ص٣١.

(٣٢) ينظر: تطوير الأعمال المصرفية د. سامي حمود، ص٤٠٠.

(٣٣) ينظر: المصارف الإسلامية للهيتي، ص٤٨٩.

(٣٤) ينظر: الربا للسعيدي، ص١١٧٤.

(٣٥) المرجع السابق ٥٢٠/٣.

(٣٦) لو أعلن المصرف أو جهة الإصدار عن تنازله عن الأجور التي يتقاضاها عادة فيما لو خسر المشروع فلا محذور فيه؛ لأنه ليس من ضمان رأس المال، وقد أجازت الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي عدداً من لوائح صناديقها الاستثمارية، والتي ينص فيها على هذا التعهد.

(٣٧) ينظر: تصوير حقيقة سندات المقارضة، د. سامي حمود، ص١٩٢٨.

(٣٨) ينظر: ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة، د. حسين حامد حسان، ص١٨٧٥.

(٣٩) ممن ذهب إلى هذا القول من المعاصرين: د. الضرير، ود. السالوس، ود. العثماني، ينظر: بحوث في قضايا فقهية معاصرة، د. تقي الدين عثماني، والخدمات الاستثمارية للشبيلي ١٤١/٢.

(٤٠) لابن قدامة ٧٦/٧.

(٤١) ينظر: الصكوك للشعيبي، ص٢٨٨.

(٤٢) ينظر: قرار مجمع الفقه رقم ٤/د/٤-٨/٨٨ عام ١٤٠٨هـ.

(٤٣) أخرجه أحمد ٤٠١/٣، وصححه الحاكم ووافقه الذهبي، ينظر: نصب الراية ١١٦/٤، والتلخيص الحبير ٣٨٥٢.

(٤٤) ينظرك تصوير حقيقة سندات المقارضة، د. سامي حمود، مرجع سابق، ص١٩٢٩.

(٤٥) ينظر: الخدمات الاستثمارية للشبيلي، مرجع سابق ١٤٦/٢.

(٤٦) أخرجه البخاري في صحيحه برقم ٢٩٥، ومسلم في صحيحه برقم ٨٦٧.

(٤٧) مجلة المجمع، العدد الرابع ٢١٦٤/٣.

(٤٨) ينظر: ملكية حملة الصكوك، د. حامد ميرة، مرجع سابق، ص١٧.

(٤٩) ينظر: الخدمات الاستثمارية للشبيلي، مرجع سابق، ١٤٥/٢، والصكوك للشعبي ص٢٨٥.

(٥٠) المعايير الشرعية ص٢٠٩.

(٥١) ينظر: توصيات وأبحاث الملتقى الأول والثاني للتأمين التعاوني، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل.

(٥٢) ينظر: ملكية حملة الصكوك، مرجع سابق، ص١٨.

(٥٣) التحوطات البديلة عن الضمان في المشاركة والصكوك الاستثمارية وغيرها، بحث د. محمد القري.

(٥٤) المرجع السابق.

(٥٥) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة.

(٥٦) ينظر: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، د. أشرف محمد دوابة.

الفصل الثاني

التعامل المالي والتحوط لإدارة صور مخاطرة

تعتبر المخاطر جزءاً لا يتجزأ من النشاط الإنساني مهما كانت طبيعته. وهي في النشاط الاقتصادي أشد جلاء وأكثر وضوحاً. وقد استمرت المخاطر في التزايد مع التنوع الذي عرفته الأنشطة الاقتصادية، بل وأصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة، وهذا التلازم بين النشاط الاقتصادي والمخاطرة يجعل التخلص من المخاطرة بشكل نهائي أمراً غير ممكن، لكن ذلك لا يعني بالضرورة عدم إمكانية التعامل معها وفق مجموعة من السياسات والاستراتيجيات التي تجعل آثارها ونتائجها متحكم فيها إلى حد بعيد.

الكلمات المفتاح : إدارة المخاطر، معاملات مالية، التحوط، المشتقات المالية.

تمهيد. تعتبر الأنشطة الاقتصادية بشكل عام عرضة لشتى أنواع المخاطر، ولعل المعاملات المالية أكثرها تعرضاً لها وتأثرا بها. و لما كانت المعاملات المالية هي مجال عمل البنوك والمؤسسات المالية وحتى المؤسسات والأفراد، فإن البحث عن استراتيجيات للتحوط وإدارة المخاطر تبدو موضوعا ذا أهمية متزايدة، وهذا هو موضوع هذه الورقة البحثية التي قمنا بتقسيمها إلى المحاور التالية :

المحور الأول : مداخل أساسية للتعريف بالمخاطر.

المحور الثاني : مفهوم إدارة المخاطر وتطورها

المحور الثالث : استراتيجيات التحوط في المعاملات المالية

المحور الرابع : المشتقات المالية واستخداماتها لإدارة المخاطر.

المحور الأول : مداخل أساسية للتعريف بالمخاطر:

إن دراسة المخاطر هي موضوع عدد من العلوم الاجتماعية منها علم الإحصاء، وعلم الاقتصاد، وعلم الإدارة المالية والتأمين. ونظرة كل علم من هذه العلوم إلى المخاطرة له خصوصياته التي ينفرد بها عن الآخر. ومع كل التعقيدات النظرية التي تكتنفها دراسة المخاطر فإن معناها لا يخرج من جميع هذه العلوم عما سنتناوله من خلال ما سيأتي.

يمكن النظر إلى تعريف الخطر من عدة زوايا، وعليه سنتناول مضامينها ومحتواها.

أولا: المعنى الاقتصادي للمخاطرة :

تعرف كلمة مخاطرة بأنها إمكانية حدوث شيء خطير أو غير مرغوب فيه، وهي في نفس الوقت تعني الشيء الذي يمكن أن يسبب الخطر نفسه.وهي "الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة" [Vaughan & Therese P.٧,(١٩٩٩)].[١] كما ينظر إليها على أنها توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه.[٢] وهي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أومن حجمه أومن زمنه أومن انتظامه أومن جميع هذه الأمور مجتمعة.[٣]

يظهر مما سبق أن مفهوم المخاطرة في المجال الاقتصادي يدور حول فكرة الاحتمالية وعدم التأكد من حصول العائد المخطط له.

ثانيا: معان أخرى للخطر :

- الخطر من المنظور القانوني : هو"احتمالية وقوع حادث مستقبلاً، أو حلول أجل غير معين خارج إرادة المتعاقدين قد يهلك الشيء بسببه، أو يحدث ضرر منه"؛[٤]

- الخطر من وجهة نظر التأمين : الخطر في مجال التأمين فهولا يقتصر على ذلك، بل يشمل أيضا ما قد يصادف الإنسان من أحداث سعيدة كالزواج أو البقاء لسن معينة، وبالتالي: فالخطر في مجال التأمين هو"حادث مستقبل محتمل الوقوع لا يتوقف على إرادة أي من الطرفين[٥] اللذين تم بينهما العقد؛

- من المنظور المالي : تعرف المخاطرة من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع.أو"عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي؛[٦]

- من المنظور الرقابي : من وجهة النظر الرقابية تعرف المخاطرة بأنها تمثل الآثار غير المواتية الناشئة عن أحداث مستقبلية متوقعة أو غير متوقعة تؤثر على ربحية المصرف (أو المؤسسة) ورأسماله.

ثالثا: المسببات الرئيسية للمخاطر :

يمكن أن تنتج المخاطر التي تواجه أي مؤسسة وأنشطتها من عوامل خارجية وداخلية. ويلخص الشكل التالي أمثلة لأهم الأخطار الناتجة عن هذه العوامل، كما توضح أن بعض الأخطار قد تنتج من عوامل داخلية وخارجية معا، وبالتالي تظهر متداخلة في الرسم. ويمكن تقسيمها أكثر إلى أنواع من الأخطار مثل إستراتيجية، مالية، تشغيلية، بيئية. الخ[٧]

رابعا: تصنيفات المخاطر:

تستخدم تصنيفات مخاطر في المؤسسة، لتحديد التأثير الكلي على المؤسسة. وعموماًهناك طرق عديدة لتصنيف المخاطر، نستعرض فيما يلي أهمها :

١- مخاطر المال ومخاطر الأعمال: يتم التمييز بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية. فمخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المؤسسة وتصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق.أما المخاطر المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية. وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.

وثمة طريقة أخرى لتقسيم المخاطر بين مخاطر عامة وأخرى خاصة، فالأولى ترتبط بأحوال السوق أو الاقتصاد عامة بينما تتصل الثانية بمؤسسة بعينها أو بنوع معين من الأصول. وبينما يمكن التحكم في آثار المخاطر الخاصة بأصل (استثمار) محدد من خلال كبر وتنويع المحفظة الاستثمارية، لا يمكن ذلك الإجراء بالنسبة للمخاطر العامة. غير أن بعضا من مكونات هذه المخاطر العامة في حكم المقدور عليه لتخفيف آثارها واستخدام أساليب لتحويلها.[٩]

٢- المخاطر الاستاتيكية والمخاطر الديناميكية : يقصد بالمخاطر الديناميكية تلك المخاطر الناشئة من حدوث تغيرات في الاقتصاد، وتنشأ من مجموعتين من العوامل: المجموعة الأولى عبارة عن عوامل في البيئة الخارجية: الاقتصاد، الصناعة، المنافسون والمستهلكون، والتغيرات التي

تصيب هذه العوامل لا يكون بالإمكان السيطرة عليها، ولكنها قادرة جميعاً على إحداث خسارة مالية للمؤسسة، أما العوامل الأخرى التي يمكن أن تحدث الخسائر التي تشكل أساس المخاطر المضاربية، فهي قرارات الإدارة داخل المؤسسة

فالإدارة (مثلاً) في كل منظمة تتخذ قرارات بشأن ما تنتجه وكيف تنتجه وكيف تمول الإنتاج وكيف تسوق ما تم إنتاجه، وإذا نتج عن هذه القرارات توفير سلع وخدمات يقبلها السوق بسعر كاف فسوف تحقق المؤسسة أرباحاً، أما إذا لم يحدث ذلك، فقد تحقق خسارة.

والمخاطر الديناميكية تفيد في العادة المجتمع على المدى الطويل حيث إنها نتيجة لتعديلات وتسويات لتصحيح إساءة تخصيص الموارد، ورغم أن هذه المخاطر الديناميكية قد تؤثر في عدد كبير من الأفراد، إلا أنها تعتبر عموماً أقل قابلية للتنبؤ من المخاطر الاستاتيكية على اعتبار أنها لا تحدث بشكل منتظم.[١٠]

تتضمن المخاطر الاستاتيكية الخسائر التي ستحدث حتى لو لم يحدث تغييرات في الاقتصاد، فإذا أمكن لنا تثبيت أذواق المستهلكين، والناتج والدخل والمستوى التكنولوجي، فإن بعض الأفراد سوف يعانون مع ذلك من خسارة مالية، وتنشأ هذه الخسائر من أسباب بخلاف التغيرات في الاقتصاد، مثل أخطار الطبيعة وعدم نزاهة الأفراد الآخرين. وعلى خلاف المخاطر الديناميكية، لا تكون المخاطر الاستاتيكية مصدراً للكسب بالنسبة للمجتمع، وتتضمن الخسائر الاستاتيكية إما تدمير الأصل أو حدوث تغيير في ملكيته (أو حيازته) نتيجة لعدم النزاهة أو الإخفاق الإنساني. وتميل الخسائر الاستاتيكية للحدوث بدرجة من الانتظام بمرور الوقت ونتيجة لذلك تكون قبلة للتنبؤ بوجه عام.[١١]

٣- المخاطر البحتة والمخاطر المضاربية:من أحسن التمييزات بين المخاطر هو التميز بين المخاطر البحتة والمخاطر المضاربية. المخاطر المضاربية موقفاً يحمل إمكانية حدوث إما خسارة أو مكسباً.[١٢] والمقامرة مثال جيد للمخاطرة المضاربية. ففي موقف المقامرة يتم خلق مخاطرة بشكل متعمد على أمل تحقيق مكسب

والشخص الذي يراهن بـ ١٠ دولارات على نتيجة مباراة السبت يواجه احتمال خسارة يصاحبه احتمال مكسب. ويواجه صاحب المشروع الخاص أو صاحب رأس المال مخاطرة مضاربية سعياً وراء الربح.[١٣]

والمخاطر البحتة: هي فئة من المخاطر تكون فيها الخسارة هي النتيجة الوحيدة الممكنة؛ ليس هناك أي إمكانية تحقيق ربح. وترتبط المخاطر البحتة بأحداث أو عوامل خارجة عن سيطرة الطرف المعرض للخطر، ولذلك فإن التعرض لها يكون عادة من دون إدراك.[١٤] ومن أمثلة هذا النوع من المخاطر هو تعرض منزل شخصي للدمار نتيجة كارثة طبيعية، ففي هذه الحالة لا يوجد هناك أي احتمال للاستفادة من الخطر.[١٥]

٤- تقسيم المخاطر حسب طبيعتها :

أ. **مخاطر السوق:** مخاطر السوق هي المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لـ: [١٦]

أصل ما (سهم، سند، قرض، عملة أو سلعة)؛أو عقد مشتق مرتبط بالأصول السابقة (علماً أن القيمة السوقية للعقد المشتق ترتبط بعدة أمور، منها: سعر الأصل محل التعاقد، درجة تقلبه، أسعار الفائدة ومدة العقد.).. أو هي مخاطر تعرض المراكز المحمولة داخل ميزانية المؤسسة

وخارجها لخسائر نتيجة لتقلب الأسعار في السوق، وهي تشمل المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار الفائدة وعن تقلب أسعار الأسهم في الأدوات المالية المصنفة ضمن محفظة المتاجرة، والمخاطر الناجمة عن تقلب أسعار القطع وعن تقلب أسعار السلع في مجمل حسابات المؤسسة.[١٧]

ب. **مخاطر الائتمان**: تعرف مخاطر الائتمان بوجه عام بأنها المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته وفقا للشروط المتفق عليها.[١٨]

ج. **مخاطر السيولة**: هي المخاطر المرتبطة باحتمال أن تواجه المؤسسة مصاعب في توفير الأموال اللازمة لمقابلة التزاماتها (مطلوباتها المستحقة). وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة، أي تتمثل في عجز المؤسسة عن تدبير الأموال اللازمة بتكلفة عادية.

مخاطر النماذج: تنطوي الطرق والنماذج التي تستخدمها المؤسسة في قياس المخاطر أو إدارتها على احتمالات الخطأ، مما ينتج عنه مخاطر أخرى وبالتالي جعل البيئة التي تعمل فيها المؤسسة أكثر تعقيداً ومخاطرة بسبب حالة اللايقين.

ه. **مخاطر الملائمة**: يمكن للخسائر أن تنشأ وتتضاعف بسبب قضايا ملائمة المعاملات. وهذا الخطر كثيرا ما يحدث عندما يطالب الطرف المقابل بتعويض مالي نتيجة معاملة معينة يُعتقد أنها كانت أكثر عرضة للمخاطر مما كان معلنا عنه أو بسبب عدم الإفصاح الكافي عن آثارها المتوقعة أو الفشل في اتخاذ التدابير التحوُّطية الصحيحة.[١٩]

في هذه الحالة، فإن الطرف المقابل قد يرفض المعاملة أصلاً أوقد يرفع دعوى للحصول على تعويضات. وفي حين أن الإجراءات القانونية ليست دائما مضمونة لإعطاء فرصة للتسوية، فإن احتمال أن ينتج عن ذلك تحمل خسارة يبقى قائماً. على سبيل المثال، إذا قام المصرف ببيع عقد مالي مشتق مركب، دون تضمينه التحذيرات الكافية عن الخسائر المحتملة، فإنه يتيح للعميل إمكانية الحصول على تعويض في حالة نزاع قانوني.

و. **مخاطر العمليات (التشغيل)**: تعتبر مخاطر التشغيل من المستجدات في عالم إدارة المخاطر الحديثة، وهي تعني الخسارة الناتجة عن الفشل في النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة. يشمل هذا النوع المخاطر العملية المتولدة من العمليات اليومية للمؤسسة، ولا يتضمن عادة فرصة للربح، فالمؤسسة إما أن تحقق خسارة وإما لا تحققها، وعدم ظهور أية خسائر للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير، ومن المهم للإدارة العليا للتأكد من وجود برنامج لتقويم تحليل مخاطر العمليات، **وتشمل مخاطر العمليات ما يلي:** الاحتيال المالي (الاختلاس)، التزوير، تزييف العملات، السرقة والسطو، الجرائم الإلكترونية.[٢٠]

ز. **المخاطر القانونية:** وتعني مخاطر تحقيق خسائر نتيجة الفشل في العمليات القانونية.

المحور الثاني : مفهوم إدارة المخاطر وتطورها:

خلال النصف الثاني من القرن العشرين، نهض الاقتصاديون وبشكل كبير بمستوى فهم للمخاطر وطوروا نظريات تختص بإدارة المخاطر انطوت على أفضل الشروط لاستخدام التأمين أو التنويع أو التحوُّط لمواجهة المخاطر. لهذا سنتناول من خلال هذا المبحث مفهوم إدارة المخاطر ونشأتها وأهدافها...

أولاً: محاولة تحديد طبيعة إدارة المخاطر : ورد تعريف إدارة المخاطر (Flanagan & Norman, ١٩٩٣) بأنها: "تنظيم الحياة مع توقع أحداث مستقبلية تؤدي إلى تأثيرات غير ملائمة".**وعرفها (كرزنر) بأنها:** "الوسائل المنظمة لتحديد وقياس المخاطر مع تطوير واختيار وإدارة الخيارات الملائمة للتعامل معها". وقد حددت جمعية إدارة المشاريع[٢١] (APM) بأن التعامل مع المخاطر يجب أن يكون بتقليلها أو تحجيمها إلى الحد الأدنى المقبول، والتأمين ضد حدوثها، ونقلها للغير، أو التعامل وإدارتها بحرص[٢٢].

وتعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم بـ:

المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين؛

إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بها كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار؛

تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها

العمل على الحد من الخسائر وتعليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أومن خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر؛

تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر.

إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع إلى دفع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر؛

حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين، والمستثمرين، بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها.

ثانياً: أساليب التعامل مع المخاطر : هناك ثلاثة أساليب يمكن استخدامها في التعامل مع المخاطرة، هي:[٢٣]

١. **تجنب المخاطرة**: يرفض الفرد (أو المؤسسة) أحيانا قبول خطر معين، وينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة، مثل ذلك تجنب الاستثمار في وعاء ادخاري معين وتفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة، وعدم شراء سيارة لتجنب حوادث السيارات.ومن أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.

ورغم أن تجنب الخطر يقلل من احتمال وقوع الخطر إلى الصفر؛ إلا أنه قد يحرم المجتمع من إنتاج سلع أو تقديم خدمات معينة لتجنب المسؤولية المهنية أو الخوف من الخسارة، هذا بالإضافة إلى صعوبة تجنب بعض الأخطار مثل تفضيل السير على الأقدام لمسافات كبيرة لتجنب أخطار الطيران. ورغم أن تجنب الخطر هو أحد أساليب مواجهة الخطر، إلا أنه يعد أسلوبا سلبيا وليس إيجابيا في التعامل مع الأخطار، ولأن التقدم

الشخصي والتقدم الاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية، فإن هذا الأسلوب بعد أسلوبا غير مناسب في التعامل مع كثير من الأخطار؛[٢٤]

٢. **تقليل المخاطرة**: أما في هذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية ولتقليل المخاطر تقوم بـرصد سلوك القروض من أجل معرفة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكراً،وتقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول والخصوم والتي يجري تصميمها لذلك الغرض؛

٣. **نقل المخاطرة**: إن شراء التأمين هو إحدى وسائل نقل المخاطرة من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة التأمين) يبدي استعداده لتحملها مقابل ثمن.

هناك من أشار إلى خمسة طرق للتعامل مع المخاطر، فأضاف إلى العناصر الثلاثة السابقة، اقتسام المخاطرة والذي يعني قبول بعض المخاطر وتحويل بعضها (أي أن هذه الإستراتيجية تجمع بين التجنب والنقل)؛ بالإضافة إلى التحوُّط والذي يختلف عن التأمين في كونه نقل للمخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح.

المحور الثالث : استراتيجيات التحوط في المعاملات المالية:

أولا_ الإستراتيجية الأولى : التأمين، يقوم التأمين على مجموعة من الأسس أبرزها :

١. الأساس الاقتصادي للتأمين: يرى أنصار هذا المذهب أن التأمين يقوم على أساس اقتصادي. إلا أنهم اختلفوا حول معيار هذا الأساس[٢٥] فذهب فريق منهم إلى الأخذ بفكرة الحاجة، بينما ذهب الفريق الآخر إلى الأخذ بفكرة الضمان؛ مما أدى إلى بروز نظريتين:

١.١. نظرية التأمين والحاجة:يرى رجالها أن أساس التأمين هو الحاجة إلى الحماية والأمان ولا تقتصر على تغطية خطر معين يهدده في ذمته المالية فحسب وإنما لتغطية خطر يهدد حياته أو سلامة جسمه. وتمتاز هذه النظرية بأنها فسرت كافة أنواع التأمين... لكن يؤخذ عليها أنها غير مانعة وغير جامعة. لأنها لم تمنع دخول أنظمة أخرى في نطاقها غير التأمين، ولم تحط بكل أنواع التأمين؛

١.٢. نظرية التأمين والضمان: يرى أنصارها أن الخطر يسبب للإنسان حالة عدم ضمان اقتصادي تتمثل في تهديد مركزه المالي والاقتصادي. والتأمين هو الذي يحقق من الناحية المادية الضمان لهذا المركز المهدد.

يؤخذ على هذه النظرية أنها لا تتصدى لبيان التأمين، بل لبيان النتائج الاقتصادية التي تترتب على التأمين من الناحية العملية.إن معيار الضمان الذي تقوم عليه النظرية ليس إلا نتيجة من النتائج التي ترتبها التأمين بعد إبرامه، ومن ثم لا تصلح أساسا له. فضلا عن أن الضمان لا يقتصر على التأمين، حيث توجد أنظمة أخرى تحقق للأفراد الضمان، دون أن يصدق عليها وصف التأمين مثل جمعيات الائتمان التبادلي ومؤسسات الضمان الاجتماعي.

٢. الأساس القانوني للتأمين:اختلف أنصار هذا المذهب فيما بينهم في بيان هذا الأساس تبعا لاختلافهم بشأن الركن أو العنصر الذي يعتد به. فمنهم من أخذ بركن (عنصر) الخطر مع اهتمامه بالضرر الذي يسببه الخطر للمؤمن له، ومنهم من رأى ركن التعويض. وبذلك انقسموا إلى فريقين؛ فريق نادي بنظرية التأمين والضرر بينما نادي الفريق الآخر بنظرية التأمين والتعويض

٢.١. نظرية التأمين والضرر: يرى القائلون بها أن التأمين لابد أن يهدف إلى إصلاح ضرر محتمل، ذلك أن التأمين هو نظام للحماية من الأخطار المحتملة الوقوع في المستقبل.و توسع هؤلاء في معنى الضرر، حيث قرروا أنه يتمثل في إصابة الذمة المالية بخسارة، وأنها تطبق على كافة أنواع التأمين [٢٦]. لكن يؤخذ عليها أنها :

لا يتوفر الضرر في كثير من صور التأمين على الحياة مثل: أن يؤمن شخص على حياته لصالح شخص آخر لم يكن ينفق عليه أو يعوله؛ فهنا يستفيد الشخص ولا يتضرر. لكن الأنصار ردوا بأن التأمين بمعناه الصحيح لابد أن يشتمل على عنصر الضرر حيث لا يجوز أن يكون التأمين مصدر للربح أو الثراء... لكن هذا غير صحيح لأن الضرر ليس ركنا من أركان التأمين.

٢.٢. نظرية التأمين والتعويض: يرى القائلون بها أن أساس التأمين هو التعويض أي المقابل، الأداء، أو مبلغ التأمين الذي يدفعه المؤمن له عند وقوع الخطر المؤمن منه. و يؤخذ على هذه النظرية أنها وإن كانت تتفق مع الطبيعة القانونية لعقد التأمين إلا أنها لا تتفق مع الطبيعة الحقيقية والأسس الفنية لعملية التأمين :ففي الواقع لا يقوم المؤمن بدفع التعويض من ذمته المالية بل من حصيلة الأقساط التي يدفعها المؤمن لهم. فهو عملية تعاون بين المؤمن لهم.

٣. الأساس الفني للتأمين:حاول أنصار هذا الأساس استخلاصه من الأسس الفنية لعملية التأمين التي هي عملية تعاون يقوم المؤمن بتنظيمها بتجميع المخاطر التي يتعرض لها المؤمن لهم. وإجراء المقاصة بينهم وفقا لقوانين الإحصاء. **وبهذا انقسموا إلى فريقين:**

٣.١. نظرية حلول التعاون المنظم على سبيل التبادل محل الصدفة البحتة : يرى أنصارها أن التأمين في حقيقته هو تعاون بين عدة مؤمن لهم يواجهون مخاطر متشابهة؛ حيث تغطى جماعيا بدلا من أن يواجه كل منهم المخاطر بمفرده تاركا أمر تعرضه لهذه المخاطر لمحض الصدفة. فعملية التأمين إذن هي عملية تعاون منظم على سبيل التبادل بين المؤمن لهم طبقا لأسس فنية من شأنها إبعاد احتمالات الصدفة البحتة في وقوع المخاطر، وهذا ما جعل CHAUFTON شوفتون يعرف التأمين بأنه "أستبدل التبادل المنظم طبقا لقوانين الإحصاء بآثار الصدفة البحتة" [٢٧]. تمتاز هذه النظرية بالكشف عن الأسس الفنية لعملية التعاون المنظم على سبيل التبادل بين المؤمن لهم التي تشتمل عليها عملية التأمين. غير أنها اقتصرت على الجانب الفني للتأمين وأهملت الجانب القانوني له بصفته عقدا ملزما للجانبين به تترتب التزامات على كل من المؤمن والمؤمن له.

٣.٢. نظرية التأمين كمشروع منظم فنيا:يرى القائلون بها أن عقد التأمين ليس عقدا ماديا يستطيع الأفراد العاديون إبرامه بأنفسهم، وإنما هو عقد يهدف إلى تجميع الأقساط التي يدفعها المؤمن لهم. وتمتاز هذه النظرية بأفضليتها في إضافة الجانب الفني إلى عقد التأمين. غير أنه أخذ عليها أنها غير كافية لأن المعيار الذي تأخذ به، وهو وجود مشروع منظم فنيا لا يقتصر على التأمين؛ فالمضاربة مثلا تدار بواسطة مشروعات منظمة فنيا

دون أن يصدق عليها وصف التأمين، مثل شركات المقامرة والرهان، وهي غير سليمة لأنها تستلزم دائما أن يكون القائم بالتأمين مشروعا منظما، كذلك توجد كثير من صور التأمين (مشروعات فنية مثل التأمين البحري).

٤- الاتجاه الحديث للتأمين : حاولت المذاهب الثلاثة - التي تناولناها - إيجاد أساس للتأمين فلم تفلح نظرياتها؛ ولعل ذلك مرده إلى أن كل منها اكتفى بالنظر إلى جانب واحد من جوانب التأمين، اقتصادي، فني أو قانوني. ولذلك فإن الاتجاه الحديث رأى الجمع بين هذه الجوانب للتوفيق بين النظريات السابقة؛ ووفقا لهذا الاتجاه يمكن القول بأن "أساس التأمين هو التعاون بين المؤمن لهم القائم على أسس فنية، الذي ينظمه المؤمن ويلتزم فيه بتغطية الخطر مقابل التزام المؤمن لهم بدفع الأقساط.

ثانيا:_ الإستراتيجية الثانية:

مواءمة الأصول والخصوم (التحوط الطبيعي)، يمكن استخدام أسلوب المواءمة بين الأصول والخصوم كطريقة لمعالجة المخاطر التي تواجهها المؤسسة. ويمكن عن طريق ذلك معالجة مخاطر أسعار السلع، وأسعار الأسهم، ولكنها تستخدم بصفة خاصة معالجة مخاطر الصرف الأجنبي ومخاطر سعر الفائدة.

أول من استخدم هذه الطريقة صناديق التقاعد في الولايات المتحدة ثم تبنتها البنوك وشركات التأمين.

يتعرض صندوق التقاعد لمخاطر تغير أسعار الفائدة. فالصناديق تلتزم عادة بدفع تيار من الرواتب للمشترك عند تقاعده يكون ذا مقدار ثابت بينما انه يدفع اشتراكاته على مدى سنوات طويلة.

وتعتمد قدرة الصندوق على الوفاء بالتزاماته على دقة الحسابات التي اعتمد عليها تقدير تلك الاشتراكات.

فإذا تغيرت أسعار الفائدة تأثر مستوى الدخل الذي يحصل عليه الصندوق ومن ثم يفشل في الوفاء بالتزاماته. ويقصد المواءمة بين الأصول والخصوم هو المقارنة بين القيمة السوقية لكل منهما.

في البداية تكون القيمة السوقية للأصول والخصوم في المؤسسة متساوية، ولكن لما كان لكل واحد منهما يتأثر بسعر الفائدة بطريقة مختلفة، احتاج الأمر إلى المواءمة المستمرة بينهما.

ويكون هدف معالجة الخطر ضمن هذه الطريقة هو التأكد بان الفرق بين القيمة السوقية للأصول والخصوم اقل تأثراً بتغييرات سعر الفائدة.[٢٨]

ثالثا_ الإستراتيجية الثالثة :

نقل المخاطرة (التحوط باستخدام المشتقات المالية والتوريق)، ينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى المشتقات المالية والتوريق كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري انجازه إلى الآن[٢٩]، كما يبرز دورهما في التحوط ضد المخاطر ونقلها.

المحور الرابع : المشتقات المالية واستخداماتها لإدارة المخاطر.

تتعدد التعاريف التي أعطيت للمشتقات المالية لأهميتها وتوسع نطاق استعمالها للتحوط ضد المخاطر:

أولا_ مفهوم المشتقات المالية : يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تُشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع

والعملات الأجنبية.وتسمح المشتقّات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات: عقود الاختيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات...[٣٠] وهي " عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها".[٣١]

١. حجم المشتقات المالية: يتم تبادل المشتقات عموماً في نوعين من الأسواق المالية: الأسواق المنظمة والأسواق المفتوحة (غير المنظمة)،الشكل (٠٢) يبين القيمة الإجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات، ويظهر من الشكل التضاعف السريع لحجم أسواق المشتقات، حيث ارتفعت من اقل من ١٠٠ تريليون دولار سنة ١٩٩٨ إلى أكثر من ٣٣٠ تريليون دولار، أي أنها تضاعفت ٣ مرات في أقل من ٧ سنوات. وهذا النمو يتجاوز بمراحل نمو أي نوع من الأُول المالية الأخرى[٣٢].

إن ما تثيره المشتقات المالية هو كيف يمكن استخدامها في إدارة المخاطر (وهو الدور الذي أنشئت من أجله أصلاً) في حين أن أكثر استخداماتها في الواقع إنما يتم للمضاربة؟.

المصدر: إحصائيات بنك التسويات الدولي:

٢. أنواع المشتقات المالية :

٢-١ الخيارات:عقد الخيار هو ذلك العقد الذي يعطي لحامله الحقّ في أن يبيع أو يشتري أصلا معيّنا كالأسهم وغيرها، بسعر يسمّى سعر التّنفيذ وفي تاريخ معيّن (أو خلال فترة محدّدة)، وذلك مقابل مبلغ معيّن يدفعه محرِّر العقد (البائع) إلى المشتري تسمّى علاوة حق الإصدار[٣٣]، أو

تسمى بعلاوة الصفقة الشرطية".[٣٤] وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يومياً تتضمن مئات الملايير من الدولارات، ولم ينتشر التعامل بالخيارات خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات من القرن العشرين، حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم.[٣٥]

٢-٢ العقد الآجل: العقد الآجل عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع والآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلاً بسعر متفق عليه،[٣٦] فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود.[٣٧] وباختصار هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين وتعتبر العقود الآجلة مشتقة بسيطة.[٣٨] **وتتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية :**

المرونة: وهذا يعني أن كلاً من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة؛.

لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له؛

يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين؛

تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعـات عند بداية العـقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.[٣٩]

٢-٣ المستقبليات:هي عقود شبيهة بالعقود الآجلة، إلاَّ أنه يندر تسليم الأصل محل التّعاقد وإنّما تتم التّسوية على أساس فروق الأسعار، ويلتزم كلّ طرف من أطراف التّعاقد بإيداع نسبة لدى بيت السّمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف الحماية من مخاطر التغيُّر في حالات تغُّير العائد على الودائع أو بسعر العملة مثلاً، وهي عقود ليست نمطية وإنّما يتم الاتفاق عليها وفقاً لكل صفقة على حدة، وهي واجبة التّنفيذ عكس الخيارات. ويختلف العقد المستقبلي عن الاتفاقيات الأخرى من حيث إمكانية تحويله من طرف إلى آخر، فكلٌّ طرف يمكنه أن يبيع حقَّه في الاستلام أوالتّسليم خلال فترة سريان العقد[٤٠].

يقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالاتفـاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصـة، ويكون سعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشترين رؤية كل البائعين على كل سعر. إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقاً لمعظم المستقبليات المالية، يستثنى من ذلك مستقبليات العملة. وتتغير الأسعار عادة وفقاً لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات وذلك من خلال أحد السمـاسرة (تجار المستقبليات بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبليات، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.[٤١]

٢-٤ المقايضات (المبادلة):هي اتّفاق بين طرفين على تبادل قدر معيَّن من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التّبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدَّد مسبقاً، وأهمّ هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات[٤٢].

ويعود منشأ عقود المبادلات إلى١٩٧٠ عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية.

ثانيا_استخدامات المشتقات المالية للتحوط وإدارة المخاطر:

تمثل أهم الوظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية، ولتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر أخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر ٥٠ دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه، وقد تحققت المستثمر إذ انخفض سعر السهم إلى ٣٠ دولار، ومن ثم فقد مني بخسائر قدرها ٢٠ دولار، ونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع، وذلك فور شرائه للسهمونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع، وذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (خمسون دولار، أي بذات السعر الذي اشترى به السهم)، وتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل[٤٤]

التوريق واستخدامه للتحوط وإدارة المخاطر:

أصبح اللّجوء إلى التّوريق[٤٥] كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التّمويل و هو إجراء يدرس تحت مظلّة نظم التّمويل المركّب

والأذون المصرفية[٤٦]، وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسّسة مالية بحشد مجموعة من الدّيون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثمّ عرضه على الجمهور من خلال مؤسسة متخصّصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتّدفّق المستمر للسّيولة النّقدية للبنك[٤٧]، أو هو تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة ولاسيما السّندات[٤٨]، ويعني ذلك أنّه يتمّ تحويل ديون الشّركات أو الهيئات المقترضة من المقرض الأساسي (وهو البنك) إلى مقرضين آخرين (مشترو الأوراق المالية) وهو ما يطلق عليه التّمرير المالي[٤٩].

وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنّها قروض مؤقّتة أو معبرية (Bridging)، أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية، فبالاعتماد على الدّيون المصرفية القائمة، يمكن خلق أصول مالية جديدة، وتوفير تدفقات نقدية. وتقوم تكنولوجيا التّوريق أساساً على الإبداعات المستمرّة في هيكلة الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة، والتّمويل اللاّحق من جهة أخرى، بهدف تحقيق الدّخل، و استبعاد مخاطر الإفلاس.

٢. استخدام التّوريق في التحوط وإدارة المخاطر:

يستخدم التوريق كإستراتيجية أساسية للتحوط ضد المخاطر، خاصة مخاطر السيولة ومخاطر الإفلاس. ويمكن إبراز ذلك من خلال ما يلي :

رفع كفاءة الدّورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية[٥٠]

تسهيل تدفّق التّمويل لعمليات الائتمان بضمان الرّهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول؛

تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السّندات، وخلق علاقات إرتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السّكن وسوق الأوراق المالية؛

رفع مقدرة البنوك على التّمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أنّ التّوريق يسمح بتحويل الدّيون إلى سندات (تعتبر السّندات جزء من رأس المال)، بالإضافة إلى توفير المزيد من السّيولة المتأتية من عمليات التّوريق؛

أداة تمويلية جدّ تنافسية بالنّسبة للمؤسسات الصّغيرة والمتوسطة (PME)، حيث أنّ تكلفة التّوريق بالنّسبة لها تتراوح ما بين ٣.٣٪ و٥٪ وهي أقلّ بكثير من تكلفة الاقتراض المصرفي[٥١]؛

تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة؛

انحسار احتمالات تعرّض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الدّيون الرّاكدة؛

تخفيف وطأة المديونية، ممّا يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال

تنشيط السّوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسّيارات وبطاقات الائتمان، كما أنّ انخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفّر مناخاً مناسباً للقيام بنشاط التّوريق[٥٢]

التّوريق أداة تساعد على الشّفافية، وتحسين بنية المعلومات في السّوق، لأنّه يتطلّب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسّسات في عملية الإقراض، ممّا يوفر المزيد من المعلومات في السّوق لإنجاح التّمويل.

الخلاصة :

إذا كانت أية معاملة مالية تنطوي على مخاطرة، فإن السعي إلى التحوط ضد المخاطر أو إدارتها يعتبر مطلباً ملحاً، لهذا جاءت هذه الورقة التي تبحث في أهم استراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر(وهي كثيرة ومتنوعة لا تكفي لكل واحدة منها بحوث مستقلة). وقد ابتدأت ورقتنا البحثية بعرض تعريفات المخاطرة ومسبباتها وتقسيماتها، قبل أن نعرج على موضوع إدارة المخاطر، وأهم طرق التعامل مع المخاطرة (سواء بالتحويل أو بالنقل أو القبول أو غيرها).

ثم انتقلنا إلى الاستراتيجيات المستخدمة لإدارة المخاطر أو للتحوط، وهي كما أشرنا كثيرة ومتنوعة،وكان موضوع المحور الأخير من المقالة هو عن المشتقات المالية واستخداماتها للتحوط وإدارة المخاطر، حيث منذ أن ظهرت المشتقات لا تزال تثير الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية. فبحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان الذي لا يعترف به القانون العام، ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ، لأنه يتعلق بسلع

وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس ،أما المدافعون عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي. لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك، و هي بذلك توصف بالمشتقات السامة، وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على هذه المشتقات إذ تعتبر أحد أهم أداة للتحوط إلا أنها من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية.

هوامش الفصل

[١] Vaughan, Emmett and another," Fundamentals of Risk and Insurance". Johnwiley & sons, ١٩٩٩.P.٧.

[٢]الهواري، سيد، "الإدارة المالية –الجزء١:الاستثمار والتمويل طويل الأجل"، دار الجيل للطباعة، مصر، ١٩٨٥، ص١٠٩.

[٣]طنيب وعبيدات، محمد شفيق ، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط١، عمان دار المستقبل، ١٩٩٧، ص١١٢.

[٤] مراد عبد الفتاح، "المعجم القانوني رباعي اللغة، ص ٣٦٣، وما تليها.

٥ إبراهيم أبو النجا، "التأمين في القانون الجزائري"، ج١. الطبعة ٢، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ١٩٩٢، ص٥٦-٥٧.

[٦] عبد السلام، ناشد محمود، "إدارة أخطار المشروعات الصناعية والتجارية الأصول العلمية"، دار الثقافة العربية-القاهرة ط١٩٨٩،١، ص٣٨

[٧] "A Risk Management Standard", Published by AIRMIC, ALARM, and IRM: ٢٠٠٢, British Standards Institution

[٨] "A Risk Management Standard", Published by AIRMIC, ALARM, and IRM: ٢٠٠٢.

[٩] خان، طارق الله ، حبيب، أحمد، "إدارة المخـاطر: تحليل قضايا في الصنـاعة المـالية الإسـلامية"، ورقة مناسبات رقم ٥، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٣، ص٢٨-٢٩.

[١٠] طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،٢٠٠٣، ص٢٥.

[١١] ولأنها قابلة للتنبؤ، فهي تصلح أكثر للمعالجة بواسطة التأمين من المخاطر الديناميكية.

[١٢] طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، مرجع سابق، ص٢٦.

[١٣] فالاستثمار الموظف (مثلاً) قد يضيع إذا لم تتقبل السوق المنتج بسعر كاف لتغطية التكاليف، ومع ذلك فهذه المخاطرة يتم تحملها مقابل إمكانية جني الربح. أنظر كذلك:

http://www.investopedia.com/terms/s/speculativerisk.asp

[١٤] موسوعة الاستثمار

(١٠/٠٦/٢٠٠٨):
http://www.investopedia.com/terms/p/purerisk.asp

[١٥] يفيد التمييز بين المخاطر البحتة والمخاطر المضاربية في أن المخاطر البحتة هي الوحيدة التي يكون بالإمكان التأمين ضدها في العادة، بينما لا يعنى التأمين بالمخاطر المضاربية لأن القبول بها طواعية بسبب طبيعتها الثنائية الأبعاد والتي تتضمن إمكانية تحقيق ربح أوخسارة.

وأحياناً يتم التمييز بين المخاطر البحتة التي يمكن التأمين ضدها والمخاطر البحتة التي لا يمكن التأمين ضدها.

[١٦] Erik Banks and Richard Dunn, “Practical risk management: an executive guide to avoiding surprises and losses”, John Wiley & Sons Ltd, England, ٢٠٠٣, p١٥.

[١٧] وفي حالة مصرف: محفظة المتاجرة ومحفظة المصرف.

أنظر: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم الخدمات المالية الإسلامية"، ديسمبر ٢٠٠٥، ص٢٦.

[١٨] نفس المرجع، ص١١.

[١٩] Erik Banks and Richard Dunn, “Practical risk management: an executive guide to avoiding surprises and losses”, John Wiley & Sons Ltd, England, ٢٠٠٣, p٢٢.

[٢٠] أنظر كذلك: د. إبراهيم الكراسنة، "أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر"، صندوق النقدي العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، مارس ٢٠٠٦، ص٣٦-٣٨.

[٢١] APM : Agency of Project Management

[٢٢] أنظر كذلك: طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص٣٢، حيث يرى أن التعامل مع المخاطر يتم من خلال: التحاشي والخفض والاحتفاظ، والتحويل والاقتسام

(والذي يعني دمج تقنيتين اثنتين هما التحويل والاحتفاظ).

[٢٣] رضوان، سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، ٢٠٠٥، ص٣١٤-٣١٥.

[٢٤] عبد العزيز فهمي هيكل، "مقدمة في التأمين"، دار النهضة العربية، بيروت، ١٩ ، ص٧٤٧.

[٢٥] إبراهيم أبو النجا. التأمين في القانون الجزائري. مرجع سبق ذكره. ص ١٦.

[٢٦] إبراهيم أبو النجا. التامين في القانون الجزائري. مرجع سبق ذكره. ص ص ٢١-٢٣ .

[٢٧] إبراهيم أبو النجا، التأمين في القانون الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص ص ٢٥-٢٦.

[٢٨] محمد علي القري عيد، "طرق التعامل مع الخطر في المعاملات المالية المعاصرة"، الموقع الرسمي للدكتور:

http://www.elgari.com/article٨٧.htm

[٢٩]د.أسعد رياض، "الهندسة المالية"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ٢٠٠١، ص٧٢.

[٣٠] عبد العال حماد، "المشتقات المالية: -إدارة المخاطر- المحاسبة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠١، ص٥.

[٣١] سمير عيد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر" دار النشر للجامعات، مصر، ٢٠٠٥ ص٥٨.

[٣٢] سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوُّط في التمويل الإسلامي"، ورقة مناسبات، رقم١٠، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٧، ص٣١.

[٣٣] -د/ زياد رمضان، أ/ محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية٢٠٠٣، ص٢٨٨.

[٣٤] عبد العزيز هيكل فهمي"موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية"،دار النهضة العربية،بيروت، ط٢، ١٩٨١، ص ١٧٥.

[٣٥]محمد القري، "نحو سوق إسلامية"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد١، العدد١، ١٩٩٣، ص٢١.

[٣٦] يتحدد في هذه العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد.

[٣٧] د.أحمد صلاح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٣، ص٢١٩.

[٣٨] د. عبد العال حماد، "المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة"، مرجع سابق، ص١٢.

[٣٩] نفس المرجع السابق، ص ١١٦.

[٤٠] Lewis Mandell, and Thomas O’Brein, Investments, Macmillan Publishing, N.Y ١٩٩٢ p ٢٦٢.

[٤١]مخامرة وجدي،"الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبليات"،مجلة البنوك في الأردن، العدد٣، المجلد٢٠٠٠،١٩،ص٧٠-٧١.

[٤٢] يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية- الأزمة والمخرج– ج٢،دار الجامعات للطبع والنشر، القاهرة١٩٩٦،ص ٢١١.

[٤٣] د.سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، ، ص١٤٣.

[٤٤] هندي منير إبراهيم، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، مؤسسة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص٢٠.

[٤٥] بدأ هذا النّشاط في البروز والتّزايد مع بداية الثّمانينات وبصفة خاصّة مع نهاية عام ١٩٨٢ بعدإنفجار أزمة المديونية العالمية في الدّول النّامية فطبقاً لخطة "برادى" في ذلك الحين والتي إقترح فيها تحويل مديونيات الدّول إلى سندات بدءاً بالمكسيك التي قامت بسداد الجزء الأكبر من ديونها عبر سندات ضمنتها الخزانة الأمريكية، وقام بتمويلها صندوق النّقد الدّولي والبنك الدّولي مقابل برنامج للإصلاح الاقتصادي تقوم بتنفيذه. وقد بدأ بروز التّوريق كظاهرة بشكل خاص بالولايات المتّحدة في نهاية الثّمانيات لحدّ إطلاق وصف " جنون الثّمانينات The Frenzy of the ١٩٨٠’s" لإظهار تسارع البنوك على توريق ديونها.

[٤٦] للمناقشة التّفصيلية حول التّمويل المركب وأدوات الائتمان ذات الصلة بالتّوريق، أنظر الفصل ٢٨ من المرجع:

Caouette, John.I, Alteman, and Paul Narayan, Managing Credit Risk : The Next Graet Financial Chalange, John Wiley and Sons, Inc, New York, ١٩٩٨.

[٤٧]- د/ سعيد عبد الخالق، التوريق المصرفي، منتديات بوابة العرب بتاريخ ٢٠٠٦/٠٥/٠٩ على موقع الانترنيت:

vb.arabsgate.com/showthread.php?t=٤٦٠٢٨٨ - ٦٨k - Résultat complémentaire -consulté le ١٨/٠٨/٢٠٠٨.

[٤٨]- محمد كمال خليل الحمزاوي،اقتصاديات الائتمان المصفي (دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني وأهم محدداته)، مؤسسة المعارف، بيروت، لبنان، ٢٠٠٢، ص٤٨.

[٤٩]- د/ طارق طه، إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية، الدار الجامعية- الإسكندرية- مصر ٢٠٠٠، ص ١٣٢.

[٥٠]- د/ سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، دليل المحاسبين، من الموقع:

www.jps-dir.com/Forum/forum_posts.asp?TID=٢٤٢٦ &PN=٤&get=last - ١٤٤k - Résultat complémentaire /٢٠٠٨.٨consulté le ١٨/٠

Les PME, nouvel enjeu de la tirisation de créances [٥١] ٢٠٠٥, P٣٤. ٠٤//commerciales Les Echos ٢٥

[٥٢]-منال فايز، كفاءة التّوريق أمل البورصة للإنتعاش، البورصة المصرية، عدد ٢٧٢، جويلية ٢٠٠٢، ص ١٠.

الفصل الثالث

الممارسات المتطورة في استخدام الأدوات المالية

في عام ١٩٨٨ بدء مجلس معايير المحاسبة الدوليةIASB بالمشاركة مع المجمع الكندي للمحاسبين في مشروع لتطوير معيار شامل حول الاعتراف بالأدوات المالية وقياسها والإفصاح عنها وذلك كنتيجة للطبيعة الديناميكية للأسواق المالية العالمية حيث تم استعمال مجموعة متنوعة من الأدوات المالية على نطاق واسع تتراوح بين الأدوات الرئيسية التقليدية مثل السندات ومختلف أشكال الأدوات المالية المشتقة مثل تبادلات سعر الفائدة (IASB, IAS NO:٣٩, Para,٢ ٢٠٠٢) و (IASB, IAS NO:٣٢, ٢٠٠٢).

وبهدف زيادة فهم مستخدمي البيانات المالية لأهمية الأدوات المالية سواء داخل أو خارج الميزانية العمومية بالنسبة للمركز المالي والدخل والتدفقات النقدية للمنشأة، ففي١٩٩١/٩ أصدر المجلس مسودة العرض رقم ٤٠، وفي ١٩٩٤/١ أصدر المجلس مسودة العرض رقم ٤٨ ونتيجة أيضا لردود الفعل الناقدة للمسودة رقم ٤٨ والممارسات المتطورة في استخدام الأدوات المالية والتفكير المتطور لبعض واضعي معايير المحاسبة الوطنية، قرر المجلس تقسيم المشروع إلى مرحلتين ابتداء من الإفصاح وعرض البيانات المالية، وفي ١٩٩٥/٣ تم إنجاز المرحلة الأولي عندما اعتمد المجلس معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٢ الموسوم: الأدوات المالية: الإفصاح والعرض، على أن تشمل المرحلة الثانية النظر في مواضيع الاعتراف وإيقاف الاعتراف والقياس ومحاسبة التحوط Hedge Accounting(IASB, IAS NO:٣٩, Para, ٢-٣, ٢٠٠٣) و (IASB, IAS NO:٣٢, ٢٠٠٣).

وفي ١٩٩٥/٧ توصل المجلس إلى اتفاق مع المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية بشأن محتوى برنامج عمل لإكمال مجموعة معايير محاسبية دولية يمكن أن تصادق عليها المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية للحصول على رأس المال عبر الحدود وأغراض الإدراج في كافة الأسواق العالمية، وتشمل هذه المعايير معايير خاصة بالاعتراف بالأدوات المالية والبنود خارج الميزانية والتحوط والاستثمارات وقياسها، حيث أن معيار الإفصاح رقم ٣٢ لا يفي بحد ذاته بالحد الأدنى من التزامات المجلس تجاه المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IASB, IAS NO:٣٩, Para, ٦ , ٢٠٠٣).

وفي ١٩٩٧/٣ نشر المجلس بالاشتراك مع المجمع الكندي للمحاسبين القانونيين ورقة نقاش شاملة بعنوان " محاسبة الموجودات والمطلوبات المالية " لتقديم الاقتراحات والملاحظات عليها، كما عقد المجلس سلسلة من الاجتماعات الاستشارية بشأن المقترحات المقدمة مع مختلف المجموعات الوطنية والدولية المهتمة، ولقد أكدت الاجتماعات أن المجلس يواجه خلافات وتعقيدات لإيجاد طريقة للمضي قدما فبينما يوجد بعض القبول للرأي المقدم في ورقة النقاش بأن قياس كافة الموجودات والمطلوبات المالية بمقدار القيمة العادلة ضروري لتحقيق التماثلية ولتكون مناسبة للمستخدمين، إلا أنه يلاحظ ما يلي (IASB, IAS NO:٣٩, Para, ٧ ٢٠٠٣):

١- لقد استمر تطبيق هذا المفهوم على بعض الصناعات وعلى بعض أنواع الموجودات والمطلوبات على الرغم من المعاناة من بعض الصعوبة.

٢- يوجد عدم رضا على نطاق واسع بشأن إمكانية إدخال المكاسب غير الحقيقية وبشكل خاص من الديون طويلة الأجل في الدخل كما هو مقترح في ورقة النقاش.

٣- بينما تولى العديد من واضعي المعايير الوطنية مشاريع التطوير المعايير الوطنية بشأن مختلف نواحي الاعتراف بالبيانات المالية وقياسها فإنه لا يوجد لدى أي دولة كما لم تقترح أي منها معاييرًا مشابهة للاقتراحات الواردة في ورقة النقاش.

وبناء على ما تقدم رأي IASB أن إكمال معيار محاسبي دولي واحد شامل حول الأدوات المالية لإدخاله قبل نهاية عام ١٩٩٨ في صلب المعايير التي ستقوم المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية بالنظر فيها لم يكن ممكنا فعليا، وبالرغم من ذلك فإن المقدرة على استعمال معايير المحاسبة الدولية في قرارات الاستثمار والائتمان وعرض الأوراق المالية والإدراج في سوق الأوراق المالية هو أمر عاجل لكل من المستثمرين ومنشآت الأعمال، علاوة على ذلك بينما الأدوات المالية ممكنة ومستخدمة على نطاق واسع في مختلف أرجاء العالم لا توجد إلا بلدان قليلة لديها أية مقاييس للاعتراف بالأدوات المالية وقياسها (IASB, IAS NO:٣٩, Para,٨ ٢٠٠٣)، لذلك قرر المجلس في ١٩٩٧/١١ **ما يلي:**

١- يجب أن ينضم مجلس معايير المحاسبة الدولية إلى واضعي المعايير الوطنيين لتطوير معيار محاسبة متكامل ومتجانس حول الأدوات المالية وهذا المعيار سيكون مبنيا على ورقة نقاش المجلس والمعايير الوطنية القائمة والتي ستظهر وحسب أفضل بحث وتفكير بشأن هذا الموضوع في مختلف أرجاء العالم.

٢- واعترافا بأن الأمر عاجل يجب على المجلس العمل على إنجاز معيار دولي مرحلي حول الاعتراف بالبيانات المالية وقياسها في عام ١٩٩٨ إلى جانب معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٢ ومعايير المحاسبة الدولية الأخرى القائمة التي تتناول أمورا تتعلق بالأدوات المالية إلى أن يتم إنجاز المعيار المتكامل الشامل.

وفي ١٩٩٨/٦/١٧ أصدر المجلس مسودة العرض رقم ٦٢ من أجل الملاحظات العامة التي تنتهي في ١٩٩٨/٩/٣٠ وتم تمديدها إلى ١٩٩٨/١٠/٢٥ ، ثم نظرت اللجنة التوجيهية التابعة للمجلس في المواضيع الناشئة نتيجة عملية إبداء الملاحظات وقد قدمت هذه اللجنة توصيات إلى المجلس وبعد ذلك قدم المجلس نفسه توصيات في الاجتماعات التي عقدت في شهري ١٩٩٨/١٢/١١ ، وفي ١٩٩٨/١٢ أقر المجلس معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٩ الموسوم:الأدوات المالية: الاعتراف والقياس وتم إصداره في ١٩٩٩/٣/١٥ والذي أصبح ساري المفعول على البيانات التي تبدأ في ٢٠٠١/١//١ أو بعد هذا التاريخ، ولعل أهم ما أشار إليه المعيار رقم ٣٩ التأكيد على استعمال أكبر للقيم العادلة للأدوات المالية(IASB, IAS NO:٣٩, ٢٠٠٣).

فقد أشارت الفقرة ١٣ من المقدمة إلى أن هذا المعيار يزيد إلى حد كبير من استخدام القيم العادلة في محاسبة الأدوات المالية، وهذا يتفق مع الإرشاد الذي أصدره المجلس إلى مجموعة العمل المشتركة للاستمرارفي أجراء المزيد من الدراسة لاستخدام محاسبة القيمة العادلة بكاملها لطاقة الموجودات والمطلوبات المالية، ويغير هذا المعيار الممارسة الحالية بطلب استخدام القيم العادلة لما يلي(IASB, IAS NO:٣٩, ٢٠٠٣):

تقريبا كافة الموجودات والمطلوبات المالية.

كافة الأوراق المالية للدين والأوراق المالية لحقوق الملكية والموجودات المالية الأخرى المحتفظ بها للمتاجرة.

كافة الأوراق المالية للدين والأوراق المالية لحقوق الملكية والموجودات المالية الأخرى التي هي ليست محتفظ بها للمتاجرة، إلا أنها برغم ذلك متوفرة للبيع.

مشتقات معينة مندمجة في الأدوات غير المشتقة.

أدوات مالية غير مشتقة تحتوي أدوات مشتقة مندمجة لا يمكن فصلها بشكل موثوق به من الأداة غير المشتقة.

موجودات ومطلوبات غير مشتقة عرضة للتقلبات في قيمها ويتم التحوط لها من أدوات مشتقة.

أدوات ذات استحقاق ثابت لا تحددها المنشأة على أنها محتفظ بها حتى الاستحقاق.

قروض مشتراة وذمم مدينة لا تحددها المنشأة على أنها محتفظ بها حتى الاستحقاق.

كما قرر المجلس عدم طلب قياس القيمة العادلة للقروض والذمم المدينة والاستثمارات الأخرى ذات الاستحقاق الثابت في هذا الوقت لعدد من

الأسباب:

أ- أهمية التغير من الممارسة الحالية التي ستطلب في عدة اختصاصات.

ب- ارتباط هذه البنود في العديد من الصناعات بالمطلوبات التي بموجب هذا المعيار سيتم قياسها بمقدار مبلغها الأصلي المطفأ.

وقد ترتب على ما تقدم إثارة العديد من التساؤلات أمام المجتمع المالي ومجتمع الأعمال سواء في الأوساط المحلية أو الإقليمية أو الدولية أو العالمية ومن هذه التساؤلات: ما مدى ملائمة القيم العادلة للاستثمارات ذات الاستحقاق الثابت التي يراد الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق؟ وكيف يمكن بشكل موثوق به تقدير القيمة العادلة لأدوات حقوق الملكية غير المدرجة؟ وكيف يمكن التقييم العادل للمطلوبات وذلك في الوقت الذي يتم قياس المحتفظ بها لأغراض المتاجرة بمقدار قيمها العادلة؟.

وبناءً على ما تقدم فقد أقر المجلس في ٢٠٠٢/١٠ خمس تعديلات محدودة لمعيار المحاسبة الدولي رقم ٣٩ وكذلك مجموعة من المعايير ذات العلاقة وتشمل: معيار المحاسبة الدولي رقم ٢٧ الموسوم: البيانات المالية الموحدة والمحاسبة عن الاستثمارات في الشركات التابعة، ومعيار المحاسبة الدولي رقم٢٨ الموسوم: المحاسبة عن الاستثمارات في الشركات الزميلة، ومعيار المحاسبة الدولي رقم ٣١ الموسوم: التقرير المالي عن المصالح في المشاريع المشتركة، ومعيار المحاسبة الدولي رقم ٣٢ الموسوم: الأدوات المالية: الإفصاح والعرض (العرض)، وذلك لتحسين فقرات محددة وتساعد في التأكيد بأن المعايير تطبق بطريقة متسقة.

وفي ٢٠٠٠/٣ أقر المجلس طريقة لإصدار تطبيقات إرشادية على معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٩ على شكل أسئلة وأجوبة، وفيما بعد قامت لجنة دليل التطبيقات الإرشادية لمعيار المحاسبة الدولي رقم ٣٩، والتي أنشأت بمعرفة المجلس لذلك الغرض بنشر إصدارات الأسئلة والأجوبة على المعيار رقم ٣٩ (IASB, IAS NO:٣٩, ٢٠٠٣).

وفي ٢٠٠٤/٣/٣١ أصدر المجلس نسخة منقحة جديدة لمعيار المحاسبة الدولي رقم ٣٩ لتحل محل النسخة المنقحة عام ٢٠٠٠ والتي يبدأ تطبيقها في ٢٠٠٥/١/١ وذلك بعد أجراء تعديلات محدودة حول مواضيع منتقاة- مثل- إلغاء الاعتراف بالأصل المالي، ومتى يمكن قياس الأصول والالتزامات المالية بالقيمة العادلة؟، وكيفية تقييم انخفاض القيمة؟ وكيفية تحديد القيمة العادلة وبعض جوانب محاسبة التحوط؟ كما قام المجلس بإصدار نسخة منقحة جديدة لمعيار المحاسبة الدولي رقم ٣٢ لتحل محل النسخة المنقحة عام ٢٠٠٠ والتي يبدأ تطبيقها في ٢٠٠٥/١/١ وذلك بعد أجراء تعديلات بشأن العرض والإفصاح.

وفي نسخة عام ٢٠٠٦ أصدر المجلس نسخة جديدة ومعدلة لمعياري المحاسبة الدوليين رقمي ٣٩ و٣٢ الموسوم: العرض، والتي تطبق بعد ٢٠٠٥/١٢/٣١ وفقا لمعيار الإبلاغ المالي الدولي رقم ٧: الموسوم الأدوات المالية: الإفصاح الصادر عن المجلس والذي يبدأ تطبيقه بعد ٢٠٠٧/١/١، وذلك بعد سحب معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٠ الموسوم: الإفصاح في القوائم المالية للبنوك والمؤسسات المالية المشابهة، وفيما يلي أهم التغيرات الرئيسية المتعلقة بالقياس والإفصاح عن تقديرات القيم العادلة(IASB, ٢٠٠٦):

التغيرات المتعلقة الاعتراف/بقياس (تحديد) تقديرات القيم العادلة:

١- يسمح المعيار ٣٩ بتحديد أي أصل مالي أو التزام مالي عند الاعتراف الأولي على أنه سيتم قياسه بالقيمة العادلة وفقا لتعديلات (٢٠٠٥/٦)، مع الاعتراف بالتغيرات في القيمة العادلة في الربح أو الخسارة، ومن أجل فرض النظام على هذا التصنيف تمنع المنشآت من إعادة تصنيف الأدوات المالية إلى داخل أو خارج هذه الفئة.

٢- تم إلغاء الخيار المشمول سابقا في معيار المحاسبة الدولي ٣٩ (نسخة، ٢٠٠٠) الخاص بالاعتراف بالأرباح والخسائر من الأصول المالية المتوفرة برسم البيع في الربح أو الخسارة، حيث لم يعد مثل هذا الخيار ضروريا لأنه بموجب التعديلات على معيار المحاسبة الدولي ٣٩ (٢٠٠٣/١٢- ٢٠٠٥/٦) يسمح للمنشآت الآن من خلال التحديد بأن تقيس أي أصل أو التزام مالي بالقيمة العادلة مع الاعتراف بالأرباح والخسائر في الربح أو الخسارة.

٣- لقد تضمنت التغيرات في المعيار المعدل في(٢٠٠٥/١٢/٣١) بشأن كيفية تحديد القيمة العادلة How to determine fair value إرشادات أضافية وذلك عند استخدام أساليب التقييم مع مراعاة ما يلي:

١/٣ أن الهدف تحديدEstablish ما سيكون عليه سعر المعاملة في تاريخ القياس في تبادل على أساس تجاري تحفزه اعتبارات العمل العادية .Normal business considerations

٢/٣ يراعى عند استخدام أساليب التقييم الآتي:

١/٢/٣ تدمج Incorporates كل العوامل التي يأخذها كل المشاركين في السوق بعين الاعتبار في وضع Setting السعر.

٢/٢/٣ الاتساق Consistent مع المنهجيات الاقتصادية المقبولة لتسعير الأدوات المالية.

٢/٣ تستخدم المنشآت في تطبيق أساليب التقييم التقديرات والافتراضات التي تتسق مع المعلومات المتاحة حول تقديرات وافتراضات المشاركين في السوق المستخدمة في وضع سعر الأدوات المالية.

٣/٣ إن أفضل تقدير للقيمة العادلة عند الاعتراف الأولي للأدوات المالية غير المقتبسة Not quoted من سوق نشط هو سعر المعاملة Transaction price، ما لم يتم أثبات القيمة العادلة للأداة بواسطة ملاحظة معاملات السوق الأخرى، أو المبنية على أسلوب تقييم تشمل متغيراته بيانات فقط من الأسواق الجديرة بالملاحظةObservable.

التغيرات المتعلقة بالعرض والإفصاح عن تقديرات القيم العادلة بخصوص العرض لم تحدث أية تغيرات جوهرية، إما بالنسبة للإفصاح فقد تم نقل متطلبات الإفصاح الواردة مسبقا في معيار المحاسبة الدولي ٣٩ إلى معيار المحاسبة الدولي ٣٢ (IASB, ٢٠٠٥) .

ثم تم إلغاء الفقرات من ٥١-٩٥ في المعيار الدولي رقم ٣٢ (IASB, ٢٠٠٦) الخاصة بالإفصاح بعد تغيير مسمى المعيار إلى الأدوات المالية: العرض، ولذلك فإن أهم ما تضمنه معيار الإبلاغ المالي الدولي رقم ٧

الموسوم الأدوات المالية: الإفصاح في الفقرات ٢٥-٢٩ ,ASB١)
٢٠٠٦, IFRS No. ٧) **ما يلي :**

١- باستثناء ما ورد في الفقرة ٢٩ من المعيار لكل فئة من الأصول والالتزامات المالية، يجب على المنشأة أن تفصح عن معلومات حول القيمة العادلة لكل من فئة الأصول والالتزامات المالية بالطريقة التي يسمح بمقارنتها مع المبلغ المرحل.

٢- لدى الإفصاح عن القيمة العادلة تصنف المنشأة الأصول والالتزامات المالية إلى أصناف وتعادلهم فقط طالما أن مبالغهم المسجلة ذات الصلة معادلة في الميزانية العمومية.

٣- تفصح المنشأة **عن ما يلي:**

١/٣ الطرق والافتراضات الهامة المطبقة في تحديد القيم العادلة للأصول والالتزامات المالية بشكل منفصل للأصناف الهامة من الأصول والالتزامات المالية.

٢/٣ إذا ما كان قد تم تحديد القيم العادلة للأصول والالتزامات المالية كلياً أو جزئياً بشكل مباشر، بالإشارة إلى عروض الأسعار المنشورة في سوق نشط أو تم تقديرها باستخدام أسلوب التقييم.

٣/٣ إذا ما اشتملت بياناتها المالية على أدوات مالية تم قياسها بالقيم العادلة التي تم تحديدها كلياً أو جزئياً باستخدام أسلوب التقييم بناءاً على الافتراضات غير المدعمة بأسعار أو معدلات السوق الملحوظة.

وإذا كان تغيير أي افتراض إلى بديل محتمل معقول سينتج قيمة عادلة مختلفة بشكل كبير، يجب على المنشأة أن تصرح بهذه الحقيقة وتفصح عن تأثير الافتراضات البديلة المحتملة المعقولة في القيمة العادلة، ولهذا الغرض يتم الحكم على الأهمية بالنظر إلى الربح أو الخسارة وإجمالي الأصول أو إجمالي الالتزامات.

٤/٣ إذا (٣/٣) مطبقة، المبلغ الإجمالي للتغير في القيمة العادلة المقدر باستخدام أسلوب التقييم المعترف بها في الربح أو الخسارة أثناء الفترة.

ومن العرض المتقدم يمكن تقييم اتجاهات التطور في استخدام تقديرات القيم العادلة في إعداد البيانات المالية في الأتي:

١- عدم استقرار الإصدارات المحاسبية الصادرة عن IASB المتعلقة بالقيمة العادلة والمطبقة في الأردن اعتبارا من ٢٠٠١/١/١ ومنذ الأخذ بها عام ١٩٩٩، حتى الآن.

٢- تعدد طرق أو أساليب أو نماذج تقدير القيم العادلة للأصول أو الالتزامات المالية الأمر الذي يجعل البيانات المالية أكثر تقلبا مما هو في الحقيقة خاصة في ظل عدم وجود سوق نشط حيث يتطلب الأمر وضع تقديرات القيم العادلة ومثل هذه التقديرات يمكن أن تكون ذاتية أو معرضة لقابلية تغير القياس، إلا أن أحد الباحثين(حماد) يرى أنه من المستبعد أن تتضمن تقديرات القيم العادلة ذاتية وقابلية تغير قياس بدرجة أكبر من بعض الأرقام المستخدمة بالفعل في البيانات المالية، ويؤكد مع غياب صفقات ملحوظة في السوق فإن التقدير يحتاج إلى حكم شخصي وستكون النتيجة غير دقيقة.

٣- يعتمد استخدام القيم العادلة في المحاسبة على نموذج قياس مختلط يتمثل في قياس بعض الموجودات المالية بالقيم العادلة بينما يقاس البعض الأخر إلى جانب معظم الالتزامات المالية بالتكلفة وهذا يتعارض مع مبدأ الثبات في المحاسبة أو عدم الاتساق في المعالجة المحاسبية.

٤- تكمن المشكلة الأساسية في تقديرات القيم العادلة في مدي موثوقيتها أي مدي وجود أدلة إثبات سواء بشكل يساعد في تسجيلها في الدفاتر وتدقيقها.

انعكاسات استخدام تقديرات القيم العادلة في المحاسبة على أداء مهمة التدقيق: يجدر– بادئ ذي بدء– الإشارة إلى أنه لا يوجد - حتى الآن- من الناحية النظرية أتفاق بين المحاسبون والمهنيون والمنظمات المهنية والباحثين على مفهوم أو تفسير محدد للقيم العادلة أو طريقة محددة لتقديرها بسبب تعدد العوامل المؤثرة في القيمة العادلة للأداة المالية وذلك عند استخدام أساليب التقييم (حالة عدم وجود سوق غير نشط)، وذلك بالإضافة إلى تأثيرها على خصائص المعلومات المحاسبية اللازمة في عملية اتخاذ القرارات أو القرارات الاقتصادية.

فمن حيث المفهوم يعرفIASB القيمة العادلة (IFRSs, ٢٠٠٦) بأنـها:

“Is the amount for which an asset could be exchanged or a liability settled between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction”.

ويفهم من التعريف السابق أن القيمة العادلة هي المبلغ الذي يمكن أن يتم مبادلة الأصل به أو تسديد التزام بين أطراف مطلعة وراغبة في التعامل على أساس تجارى بحت أو في إطار متوازن أو في ظل ظروف طبيعية أو بين طرفين مستقلين.

بينما يعرفها (FASB(FASB Statement No.١٤١ بأنـها:

"The amount at which an asset (or liability) could be bought (or incurred) or sold (or settled) in a current transaction between willing parties, that is, other than in a forced or liquidation sale".

ويفهم من التعريف السابق أن القيمة العادلة هي المبلغ الذي يمكن به شراء أصل أو بيعة أو تحمل التزام أو تسديدة في صفقة جارية بين أطراف راغبة أي بخلاف البيع الجبري أو التصفية.

كما نخلص مما تقدم أن القيم العادلة تبني على العوامل التالية:

وجود سوق نشط يتعامل في أصناف متجانسة، وأسعار متاحة للجميع.

أطراف غير ذوي علاقة راغبة ومطلعة.

ظروف طبيعية.

تقدير المبلغ المناسب باستخدام أساليب مختلفة وفقا للسوق النشط أو غير النشط.

وفي حالة عدم وجود سوق نشطة Not active فيكون تقدير القيمة العادلة على أساس أفضل المعلومات المتاحة في ظل الظروف ونتائج أساليب التقييم وتشمل الأساليب الفنية للتقييم بالإضافة إلى استخدام أحدث معاملات السوق على أساس تجارى بين الأطراف الراغبة والمطلعة النماذج التالية (IASB, IAS No.٣٩, AG٧) :

١/٥ نموذج تحليل التدفق النقدي المخصوم

.Discounted cash flow analysis

٢/٥ **نماذج تسعير الخيار**Option pricing models .

وإذا كان هناك أسلوب تقييم مستخدم بشكل شائع من قبل المشاركين في السوق لتسعير الأداة وتبين أن ذلك الأسلوب يقدم تقديرات موثوقة Reliable estimates للأسعار التي يتم الحصول عليها في معاملات السوق الفعلية Actual market transactions يستخدم ذلك الأسلوب.

أما بالنسبة للعوامل المؤثرة في اختيار الأسلوب الملائم من أساليب التقييم (حالة عدم وجود سوق غير نشط) الذي يتم الاستناد إليه لتقدير القيمة العادلة للأداة المالية فقد أشار التطبيق رقم ٨٢ لمعيار التدقيق الدولي رقم ٣٩ إلى أن القيمة العادلة للأداة المالية تستند إلى وأحد أو أكثر من-

وربما عوامل أخرى- العوامل التالية(IFRS, ٢٠٠٦):

١- القيمة الزمنية للنقود The time value of money أي الفائدة بالسعر الأساسي والتي تشتق من أسعار السندات الحكومية أو سعر الفائدة المعروض من البنوك أو السعر الخالي من المخاطر.

٢- مخاطر الائتمان Credit risk ويمكن اشتقاقها من أسعار السوق الملحوظة أو من أسعار الفائدة الملحوظة التي يحملها المقرضون.

٣- أسعار صرف العملة الأجنبية Foreign currency exchange prices ويمكن الوصول إليها من المنشورات اليومية.

٤- أسعار السلع Commodity prices .

٥- أسعار أدوات حقوق الملكية Equity prices ويمكن الحصول عليها من السوق الملاحظة أو استخدام الأساليب التي تقوم على أساس القيمة الحالية لتقدير سعر السوق الحالي للأدوات التي ليس لها أسواق ملحوظة.

٦- التقلبات Volatility (مقدار التغيرات المستقبلية في أسعار الأدوات المالية أو البنود الأخرى) ويمكن تقديرها على أساس بيانات السوق التاريخية Historical market data أو استخدام التقلبات المتضمنة في أسعار السوق الحالية.

٧-مخاطر الدفع المسبق Prepayment risk ومخاطر التنازل Surrender risk ويمكن تقديرها على أساس البيانات التاريخية مع مراعاة ألا تكون القيمة العادلة للالتزام المالي الذي يمكن التنازل عنه من قبل الطرف المقابل أقل من القيمة الحالية للمبلغ المتنازل عنه (IASB, IAS No.٣٩, Para.٤٩).

٨- تكاليف خدمة الأصل أو الالتزام المالي Servicing costs for a financial asset or financial liability ويمكن تقدير هذه التكاليف باستخدام المقارنات مع الإتعاب الحالية التي يحملها المشاركون الآخرون في السوق، وإذا كانت التكاليف هامة وتوجد تكاليف مقارنة يجب على المصدر أن يأخذها بعين الاعتبار أثناء تحديد القيمة العادلة ، ومن المرجح أن تساوي القيمة العادلة في بداية الحق التعاقدي بالإتعاب المستقبلية تكاليف الإنشاء المدفوعة لها ، ما لم تكن الإتعاب المستقبلية والتكاليف ذات العلاقة خارج حدود القابلية للمقارنة في السوق Out of line with market comparables.

وأما بخصوص تأثير استخدام تقديرات القيم العادلة في خصائص المعلومات المحاسبية أوضح بعض الباحثين (عبد الفتاح – حماد – Willis) أن القيم العادلة ينتج عنها معلومات أكثر ملائمة ولكن موثوقية وذلك كما يتضح من المقارنة التالية:

بيان	القيمة العادلة	التكلفة التاريخية
الملائمة	تعكس معلومات تتعلق بأداء المنشأة وذلك بالنسبة للقرارات الإدارية المتعلقة بالاحتفاظ بالأصولأو الالتزامات وبالمثل القرارات المتعلقة باقتناء أو بيع الأصول وكذلك تحمل الديون وتسديدها.	تعكس معلومات تتعلق بأداء المنشأة وذلك فقط فيما يتعلق بقرارات اقتناء أو بيع الأصول أو تحمل الديون أو تسديدها بينما تتجاهل تأثيرات القرارات المتعلقة بالاستمرار في حيازة الأصل أو تحمل الالتزامات.
الموثوقية	تتطلب تحديد الأسعار السوقية الجارية من أجل التقرير عن القيم وهذا بدوره قد يتطلب الدخول في تقديرات مما قد يؤدي إلى مشكلات تتعلق بالموثوقية.	تعتمد على القيم المثبتة في البيانات المالية على أسعار المعاملات الفعلية دون الإشارة إلي البيانات السوقية الحالية.

بالإضافة إلى ما تقدم يشير معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٢ فقرة ٨٧ إلى أن معلومات القيمة العادلة تعتبر مفيدة في العديد من القرارات المتخذة من قبل مستخدمي البيانات المالية حيث أنها في كثير من الحالات تؤدي إلى (ASB, IAS, ٢٠٠٥١) **الأتي:**

١- تعكس تقدير الأسواق المالية القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأدوات.

٢- تمكن معلومات القيمة العادلة من إجراء مقارنات بين أدوات مالية لها غالبا نفس الخصائص الاقتصادية بغض النظر عن الهدف منها ومتى تم إصدارها أو شراؤها ومن قام بذلك.

٣- توفر القيمة العادلة أساسا محايدا لتقييم كفاءة الإدارة في إدارة الأموال عن طريق توضيح تأثيرات قراراتها بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بأصول مالية وتكبد الالتزامات المالية أو الاحتفاظ بها أو سدادها.

ومن الناحية العملية فقد نتج عن استخدام تقديرات القيم العادلة في البنوك الأردنية تطور حجم الاستثمارات المالية للمتاجرة من ٣٢٩٩٦٧٥٦٧ عام ٢٠٠٠ إلى ٩٩٣٠١٠٠٦ عام ٢٠٠٤، بينما الاستثمارات المتاحة للبيع فقد زادت من ١٢٤٧٦٤٦٨٥٧ عام ٢٠٠٠ إلى ٢٨١٥٦٣٢٦٣٩ عام ٢٠٠٤ بالإضافة إلى زيادة بند التغير المتراكم في القيمة العادلة(حقوق الملكية) من ١٢٠١٨٨٧ عام ٢٠٠١ إلى ٩٠٦٥٢٥٤١ عام ٢٠٠٤، وتراجع الاستثمارات المحتفظ بها لتاريخ الاستحقاق من ١٨٣٧١٧٨٨٨٩ عام ٢٠٠٠ إلى ١٣٨١٦٠٥٧١٦ عام ٢٠٠٤ فضلا عن زيادة القيمة السوقية لأسهم القطاع المصرفي الأردني من ١٨٦٢٦٧٩٢٩٠ عام ٢٠٠٠ إلى ٧٠٠٠٢٧٤٦٢٩ عام ٢٠٠٤.

وفي قطاع التأمين فقد زاد حجم الاستثمارات المالية للمتاجرة من ١٢٦٤٩٥٤٥ عام ٢٠٠٢ إلى ٣٠١٤٦٤١٩ عام ٢٠٠٤، بينما الاستثمارات المتاحة للبيع فقد زادت من ٢٦٩٦٢٨٤١ عام ٢٠٠٢ إلى ٦٠٥٦٨٥٢٩ عام ٢٠٠٤ بالإضافة إلى زيادة بند التغير المتراكم في

القيمة العادلة (حقوق الملكية) من (١١٨٩٢٦) عام ٢٠٠٢ إلى ١٢٨١٢٩٦٣عام ٢٠٠٤، وزادت الاستثمارات المحتفظ بها لتاريخ الاستحقاق من ٧٩٦١٧٠٦ عام ٢٠٠٢ إلى ١٣٠٧٩٤٠٨ عام ٢٠٠٤ فضلا عن زيادة القيمة السوقية لأسهم قطاع التأمين الأردني من١١١٢٠٠٠٠٠عام٢٠٠٢ إلى ٢٦٧٨١١٤٠٠ عام ٢٠٠٤.

وفي قطاع الصناعة فقد زاد حجم الاستثمارات المالية قصيرة الأجل من ٢٠٧٤٩١٩ عام ٢٠٠٠ إلى ٣٣٤٧٧١٤ عام ٢٠٠٤، بينما الاستثمارات طويلة الأجل فقد زادت من ١٠٢٩٧٣٩٠٤عام ٢٠٠٠ إلى ٢٠٩٢٤٠٨٥٤ عام ٢٠٠٤ بالإضافة إلى زيادة بند التغير المتراكم في القيمة العادلة (حقوق الملكية) من ٢٠٧٣٥٥٠ عام ٢٠٠٠ إلى ٥٨٥٧٤٨٦٦ عام ٢٠٠٤، فضلا عن زيادة القيمة السوقية لأسهم قطاع الصناعة من ١٣٢٣٧٤٣٩٢١ عام ٢٠٠٠ إلى ٣١٠١٧٨٣٦٢٣ عام ٢٠٠٤، وفيما يلي يوضح الجدول (٢) مقارنة بين القطاعات الاقتصادية – ما عدا قطاع الخدمات•- **لاتجاهات التطور في الاستثمارات المالية والتغير المتراكم في القيمة العادلة كما يلي:**

• لم توفر بورصة الأوراق المالية الأردنية البيانات الخاصة بالقطاع على موقعها بشبكة الانترنت، للمزيد من التفاصيل يرجى زيارة الموقع التالي: www.exchang.jo.

جدول (٢)

القطاع المصرفي	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
موجودات مالية للمتاجرة	١٠٠%	١٨٨%	٢٢١%	٢٢٩%	٢٨٣%
موجودات متاحة للبيع	١٠٠%	١٢٢%	١٥٨%	١٦٨%	٢٢٦%
أ. محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق	١٠٠%	١٠٣%	٧٦%	٦٥%	٧٥%
التغير المتراكم في القيمة العادلة	لم يطبق	١٠٠%	(٢٦٤%)	٩٩٤%	٧٥٤٣%
قطاع التأمين					
موجودات مالية للمتاجرة			١٠٠%	١١٥	٢٣٨
موجودات متاحة للبيع			١٠٠%	١٦٢	٢٢٥

أ. محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق			%١٠٠	١٠٨	١٦٤
التغير المتراكم في القيمة العادلة			(%١٠٠)	%٧٢٠٧	%١٠٧٧٤
قطاع الصناعة					
استثمارات قصيرة الأجل	%١٠٠	%١٩٠	%٢٦٤	%٢١١	%١٦١
استثمارات طويلة الأجل	%١٠٠	%١٢١	%١٢٤	%١٥٠	%٢٠٣
التغير المتراكم في القيمة العادلة	%١٠٠	%٧٠٢	%٥٠٦	%١٤٢٩	%٢٨٢٥

بالإضافة إلى ما تقدم ومن خلال التقارير السنوية المنشورة للبنوك الأردنية (التقارير السنوية للبنوك الأردنية، ٢٠٠٤) **تتضمن السياسات المحاسبية فيما يتعلق بالقيمة العادلة ما يلي:**

١- يتم إعداد البيانات المالية وفقا لمعايير التقارير المالية الدولية الصادرة IASB والتفسيرات وبموجب القوانين والتعليمات النافذة ووفقا لمبدأ

التكلفة التاريخية باستثناء الموجودات والمطلوبات المالية والتي جرى إظهارها بالقيمة العادلة في نهاية الفترة المالية.

٢- يمثل سعر الإغلاق بتاريخ البيانات المالية في الأسواق المالية القيمة العادلة للموجودات المتداولة، **وفي حال عدم توافر أسعار معلنة لبعض الموجودات المالية يتم تقدير القيمة العادلة بأحد الطرق التالية:**

١/٢ مقارنتها بالقيمة السوقية الحالية لأداة مالية مشابهة لها إلى حد كبير.

٢/٢ خصم التدفقات النقدية المتوقعة.

٣/٢ نماذج تسعير الخيارات.

٣- في حال عدم وجود استثمارات يتعذر قياس قيمتها العادلة بشكل يعتمد عليه فيتم إظهارها بالكلفة/ الكلفة المطفأة وأن حصل تدن في قيمتها يتم تسجيله في بيان الدخل.

٤- تقيد الموجودات المالية بغرض المتاجرة بالكلفة وبعاد تقييمها بالقيمة العادلة ويتم قيد أي ربح أو خسارة محقق أو غير محقق ناجم عن التغير في القيمة العادلة في بيان الدخل بنفس فترة حدوث هذا التغير.

٥- تقيد الموجودات المالية المتوفرة بغرض البيع بالكلفة ويعاد تقييمها بالقيمة العادلة ويقيد التغير في القيمة العادلة الناتج عن إعادة التقييم في حساب مستقل ضمن حقوق المساهمين، وفي حال بيع هذه الموجودات أو جزء منها أو حصول تدن في قيمتها يتم قيد الإرباح والخسائر الناتجة عن ذلك في بيان الدخل بما في ذلك المبالغ المقيدة في حقوق المساهمين الخاصة بها.

٦- تقيد الاستثمارات المحتفظ بها لتاريخ الاستحقاق عند الشراء بالكلفة وتطفأ العلاوة / الخصم على أساس منتظم باستخدام طريقة الفائدة الفعالة قيدا على حساب أو لحساب الفائدة وتطرح منها أي مخصصات ناتجة عن التدني في قيمتها.

وما هو جدير بالإشارة فقد تضمن التقرير السنوي لبنك الاتحاد للادخار والاستثمار (التقرير السنوي، ٢٠٠٥/٣/٢٣)ما يلي:

" قام البنك خلال عام ٢٠٠٣ بالتطبيق المبكر المسموح به لمعايير المحاسبة الدولية رقم ٣٩، ٣٢ المعدلة الصادرة خلال شهر ٢٠٠٣/١٢ والواجبة التطبيق اعتبارا من عام ٢٠٠٥ حيث تم إعادة تصنيف بعض الموجودات المالية المتوفرة للبيع اعتبارا من عام ٢٠٠٣ وإظهارها ضمن موجودات مالية للمتاجرة بكلفة مقدراها ١٠٣٤٤٠٥٨ دينار وتم تحويل التغير في القيمة العادلة لتلك الاستثمارات بذلك التاريخ إلى الإرباح المدورة بمبلغ ٤٦٧٤٥٧ دينار وبلغ تأثير إعادة تصنيف الموجودات المالية على بيان الدخل لعام ٢٠٠٣ مبلغ ٤٠٠٠٠٠٠ دينار تقريبا".

وبناء على نتائج المتقدمة لطرق تقدير القيمة العادلة للموجودات والمطلوبات المالية وأثارها الايجابية على نتائج الأعمال وعلى المركز المالي ومن ثم استمرارية المنشات الاقتصادية المختلفة فقد أصدر Australian Accounting Research في عام ٢٠٠٢ (AAR, ٢٠٠٢)معيار تدقيق القيمة العادلة الموسوم: New Auditing Standard on the Audit of Fair Value ، وأصدر معهد المحاسبين القانونيين بنيوزيلندا Institute of Chartered Accountants of New Zealand في عام ٢٠٠٣ مسودة المعيار ٥٤٥ الموسوم: Auditing Fair Value Measurement and Disclosures(ICANW, ٢٠٠٣)، كما أصدر المعهد الأمريكي

للمحاسبين AICPAفي عام ٢٠٠٣ بيان معيار التدقيق رقم ١٠١الموسوم: Auditing Fair Value Measurement and Disclosures ، (AICPA,ASB, ٢٠٠٣)، **ولقد ركزت المعايير السابقة على الموضوعات التالية:**

المسؤوليات عن القياس والإفصاح عن القيمة العادلة لكل من الإدارة والمدقق.

اعتبارات التخطيط للتدقيق، وتقييم المخاطر، واعتبارات التوقيت.

اعتبارات خبرة المدقق، واستخدام خبير التقييم.

الاختبارات الجوهرية لقياسات وإفصاحات القيمة العادلة.

اختبارات الافتراضات الهامة ونماذج التقييم والبيانات الأساسية.

تطوير التقديرات المستقلة للقيمة العادلة لأغراض الإثبات.

فحص الإحداث اللاحقة والعمليات.

تقييم الثبات في تطبيق مقاييس القيمة العادلة.

الإفصاح عن البيانات المالية للمنشات المندمجة.

نتائج تقييم الإجراءات التي تم أداؤها، والاتصالات (تمثيلات الإدارة – لجنة التدقيق)، واعتبارات التقرير(الاعتماد على عمل خبير متخصص- القيود على النطاق- العدول عن GAAP).

اعتبارات أخري (مسؤولية المدقق عن المعلومات في وثائق تحتوي على بيانات مالية مدققة- التقارير الدورية المؤقتة).

كما أشار بيان المعيار الأمريكي رقم ١٠١ إلى أن أهداف تدقيق القيمة قياسات القيمة العادلة تشمل(AICPA,ASB, ٢٠٠٣):

أ- الحصول على أدلة تدقيق كافية ومناسبة لتوفير تأكيد معقول بأن قياسات وإفصاحات القيمة العادلة متفقة مع GAAP.

ب- الحصول على الفهم لمعاملات المنشأة والبيئة المتصلة بقياسات وإفصاحات القيمة العادلة.

ج- الحصول على الفهم للضوابط الرقابية الملائمة لقياسات وإفصاحات القيمة العادلة للمنشأة.

كما أصدر مجلس معايير التدقيق والضمان الدولي IAASB معيار التدقيق الدولي رقم ٥٤٥ الموسوم: Auditing fair value measurement and disclosures والذي يجب تطبيقه قبل أو بعد ٢٠٠٤/١٢/١٥ (IFAC, IAASB, ٢٠٠٦).

مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذا المعيار يجب تطبيقه مع بعض معايير التدقيق والضمان الدولية الصادرة عن IASSB* ، وذلك بالإضافة إلى الالتزام بمبادئ وقواعد السلوك المهني الصادرة عن IFAC وأهمها الاستقلال، والنزاهة والموضوعية.

ومن العرض المتقدم يتضح أنه ليس هناك اختلافات جوهرية بين بيان المعيار الأمريكي١٠١، وبيان المعيار الدولي ٥٤٥ بشأن تدقيق القيمة العادلة فيما عدا الاتفاق مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها(USGAAP) فضلا عن الإشارة عن مسؤولية المدقق بشأن

---

*ISA No.٢٦٠ – ٣١٥ -٣٣٠ – ٤٠٠ – ٤٠٢ -٥٠٠ – ٥٢٠ -٥٦٠ -٥٨٠ – ٦٢٠ -٧٠٠ .

الالتزام بتطبيق متطلبات المعايير رقم (FASB Statement No.١٤١ ، FASB Statement No.١٤٢، FASB Statement No.١٤٤، FASB Statement of financial accounting concepts No.٧)، بالإضافة إلى استخدام المدقق لبعض بيانات المعايير الأمريكية SAS الصادرة عن AICPA**

فضلاً عن الالتزام بقواعد السلوك المهني الصادرة عن AICPA وأهمها الاستقلال، والنزاهة والموضوعية وفقا Sarbanes-Oxley Act of ٢٠٠٢،(AICPA, ٢٠٠٣) بينما يشير المعيار الدولي إلى الاتفاق مع إطار الإبلاغ المالي المحدد للمنشأة أي معايير التقارير المالية الدولية IFRSs الصادرة عن IASB والمعتمدة في الأردن.

ولعل ما تقدم يؤكد على توسيع دور مدقق الحسابات فيما يتعلق بالقياس والإفصاح عن تقديرات القيم العادلة بالإضافة إلى المهام الأساسية التي يؤديها وفقا لمعايير التدقيق المعتمدة في الدولة.

الدراسة الميدانية:

تمهيد: تهدف الدراسة الميدانية إلى قياس مستوى تطبيق مدققي الحسابات الأردنيين لمتطلبات تدقيق القيم العادلة، وفي سبيل تحقيق ذلك الهدف قام الباحث بإعداد قائمة استبيان - تم تحكيمها بواسطة مجموعة من الزملاء أعضاء هيئة التدريس والمهنيين- تضمنت ٣٣ عبارة رئيسية (٦١ فرعية)

** US SAS No. ١- ٨ - ٢٢ -٣٢- ٤٧ - ٥٥ - ٥٦ - ٥٨ - ٦١- ٧٠ - ٧٣ - ٨٥ - ٩٥-٩٩-١٠٠.

وفق مقياس ليكرت الخماسي المكون من خمسة اختيارات تتراوح ما بين عالي جدا ومستبعد بوزن نسبي (٥-١)، ومدي الوزن يتراوح ما بين ٨٠-١٠٠% عالي جدا، ٠-٢٠% مستبعد كما بلغ معامل الثبات للقائمة Alpha= ٩٤.٨٧%.

كما تم أستخدم الأساليب الإحصائية من خلال برنامج SPSS لتحليل متغيرات الدراسة المستقلة (فرضيات الدراسة)، واختبارها وتحليل اتجاهات الفروق في أراء عينة الدراسة ومن هذه الأساليب الوسط الحسابي والانحراف المعياري: لمعرفة واستطلاع اتجاهات عينة الدراسة تجاه العبارات التي وردت في الاستبيان والوصول إلى مستوى أو درجة التطبيق، بالإضافة إلى استخدام أسلوب One Sample T-Test: لاختبار الفرضيات، واستطلاع أراء العينة بالنسبة لكل فرضية، وأسلوب Independent Sample Test : لاختبار الفروقات بين عينتين مستقلتين، وأسلوب One Way ANOVA : لاختبار الفروقات بين أكثر من عينة، وأسلوب Scheffe : لإجراء اختبارات المقارنات البعدية في حالة ثبوت وجود فروقات ذات دلالة إحصائية في أراء عينة الدراسة حول متغيرات **الدراسة المتعلقة بقياسات وإفصاحات تقديرات القيم العادلة والتي تتضمن:**

فهم عمليات المنشأة وأنشطة الرقابة ذات الصلة وتقييم المخاطر.

تقييم مناسبة قياسات وإفصاحات القيم العادلة.

استخدام المدقق لعمل الخبير عند تخطيط وتنفيذ إجراءات التدقيق.

إجراءات التدقيق للاستجابة لمخاطر التحريفات المادية.

تقييم مدى تمشي افصاحات القيم العادلة مع إطار الإبلاغ المالي للمنشأة.

تقييم نتائج إجراءات التدقيق والحصول على التمثيلات الإدارية والاتصال بالمسئولين عن التحكم المؤسسي (الحوكمة) في المنشأة.

خصائص عينة الدراسة:

لتحديد خصائص عينة الدراسة (الوظيفة الحالية – المؤهل – التخصص – الخبرة) تم تضمين قائمة الاستبيان مجموعة من الاستفسارات التي تمثل معلومات عامة عن عينة الدراسة من مدققي الحسابات الحاصلين على رخصة مزاولة المهنة في الأردن بواسطة جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين ، **وقد كانت النتائج كما يوضحها الجدول (٣) التالي:**

جدول (٣)

١- الوظيفة	شريك	مدير	رئيس	مدقق أول	مدقق	الإجمالي
التكرار	٢٠	٣	٢	١١	٢٩	٦٥
النسبة المئوية	٣٠.٨	٤.٦	٣.١	١٦.٩	٤٤.٦	١٠٠%
٢- المؤهل العلمي	كلية مجتمع		جامعي			الإجمالي
التكرار	٠		٦٥			٦٥
النسبة المئوية	٠		١٠٠			١٠٠%
٣- التخصص	محاسبة		أخرى			الإجمالي

التكرار	٦٢		٣		٦٥
النسبة المئوية	٩٥.٤		٤.٦		١٠٠%
٤- الخبرة (سنة)	أقل من ٥	من ٥ إلى ١٠	من ١٠ إلى ١٥	أكثر من ١٥	الإجمالي
التكرار	٣٩	٢٠	٤	٢	٦٥
النسبة المئوية	٦٠	٣٠.٨	٦.٢	٣.١	١٠٠%

وأما بخصوص الحصول على الدورات التدريبية في معايير المحاسبة والتدقيق الدولية المتعلقة بالقيمة العادلة فقد كانت إجابات عينة الدراسة كما **يوضحها الجدول (٤) التالي:**

جدول (٤)

٥- الحصول على دورة في معايير المحاسبة الدولية المتعلقة بالقيمة العادلة			
الإجابة	نعم	لا	الإجمالي
التكرار	٨	٥٧	٦٥
النسبة المئوية	١٢.٣	٨٧.٧	١٠٠%
٦- الحصول على دورة في معايير التدقيق الدولية المتعلقة بالقيمة العادلة			
الإجابة	نعم	لا	الإجمالي

التكرار	٤٠	٢٥	٦٥
النسبة المئوية	٦١.٥	٣٨.٥	١٠٠%

عرض نتائج الدراسة:

يجدر- بادئ ذي بدء- الإشارة إلى أنه من أجل التوصل إلى النتائج الأولية للدراسة الحالية تم استخدام كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري للوصول إلى مستوي أو درجة التطبيق لكل متغير من المتغيرات المستقلة، وقد كانت النتائج الأولية للمتغيرات المستقلة (٦ متغيرات) **كما يلي:**

١- بالنسبة للمتغير الأول والخاص بقياس مدي قيام المدقق بالحصول على فهم عمليات المنشأة وأنشطة الرقابة ذات الصلة وتقييم المخاطر لتحديد قياسات وإفصاحات القيم العادلة، فقد كانت النتائج كما يوضحها الجدول (٥) **التالي:**

جدول (٥)

العبارات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	مستوى التطبيق(%)
١- يجب عند فهم عملية المنشأة لتحديد قياسات وإفصاحات القيمة العادلة مراعاة ما يلي:			
١/١ إجراءات الرقابة ذات الصلة على العملية التي تستخدم لتحديد قياسات القيمة العادلة	٤.٣	.٦٦	٨٦
٢/١ خبرة الأشخاص الذين يقومون بتحديد قياسات القيمة العادلة	٤.٢	.٩٣	٨٤
٣/١ دور تكنولوجيا المعلومات في تحديد قياسات القيمة العادلة	٤.١	.٨٨	٨٢
٤/١ أنواع الحسابات التي تتطلب قياسات أو افصاحات القيمة العادلة التي تنشأ عن تسجيل المعاملات الروتينية وغير الروتينية	٤.٠	١.١٠	٨٠

٥/١ مدى اعتماد عملية المنشأة على منظمة خدمات معينة لتقديم قياسات القيمة العادلة	٤.٠	١.١٤	٨١
٦/١ مدي استخدام المنشأة لعمل الخبراء في تحديد قياسات وإفصاحات القيمة العادلة	٤.٠	.٩٧	٨٠
٧/١ افتراضات الإدارة المهمة المستخدمة في تحديد القيمة العادلة	٣.٩	.٩٩	٧٩
٨/١ الوثائق التي تدعم افتراضات الإدارة	٣.٩	.٦٩	٧٩
٩/١ الطرق التي تستخدم لتطوير افتراضات الإدارة	٤.٢	١.٠٠	٨٤
١٠/١ تكامل أنظمة الرقابة على التغير وإجراءات الأمن لنماذج التقييم وأنظمة المعلومات	٤.٦	.٧٢	٩٣
١١/١ أنظمة الرقابة على تناسق البيانات المستخدمة في نماذج التقييم وتوقيتها وموثوقيتها	٣.٩	.٧٥	٧٩

٢- يجب بعد فهم عملية المنشأة لتحديد قياسات القيمة العادلة أن تعمل على تقييم المخاطر المتأصلة ومخاطر الرقابة لتحديد طبيعة إجراءات التدقيق وتوقيتها ونطاقها	٤.٠	.٧٢	٨٠
المتوسط	٤.١	.٨٨	٨٢%

ويتضح من الجدول (٥) السابق أن مدققي الحسابات الأردنيين يحصلون على الفهم لعمليات المنشأة وأنشطة الرقابة ذات الصلة وتقييم المخاطر لتحديد قياسات وإفصاحات القيم العادلة بمستوي تطبيق يبلغ ٨٢% ووسط حسابي يبلغ ٤.١ وانحراف معياري يبلغ.٨٨، وأن أفضل مستوى تطبيق للعبارات أرقام (١/١٠- ١/١-١/٢-١/٩-١/٥).

٢- بالنسبة للمتغير الثاني والخاص بقياس مدي قيام المدقق بتقييم مناسبة قياسات وإفصاحات القيم العادلة، فقد كانت النتائج كما يوضحها الجدول (٦) التالي:

جدول (٦)

العبارات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	مستوى التطبيق (%)
٣- يجب تقييم فيما إذا كانت قياسات وإفصاحات القيمة العادلة في البيانات المالية تنسجم مع إطار الإبلاغ المالي الخاص بالمنشأة	٤.٣	٧٦.	٨٧
٤- يجب تقييم ما إذا كانت محاسبة الأصول أو الالتزامات التي تتطلب قياسات القيمة العادلة مناسبة	٤.٧	٥٣.	٩٥
٥- يجب تقييم ما إذا كانت الإفصاحات حول قياسات القيمة العادلة وعناصر الشك المهمة المتعلقة بها مناسبة بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة	٤.٥	٦٨.	٩٠
٦- ينبغي أن تدرس فيما إذا كان قياس القيمة العادلة باستخدام أسعار السوق المعروضة خلافا لاستخدام نموذج التقييم ينسجم مع تلك الطريقة	٤.٠	٦٨.	٨٠

٧- عندما لا يكون للأصل أو الالتزام سعر سوق معروض في سوق نشط وعندما تكون الطرق الأخرى لتقييم قيمته العادلة على نحو غير مناسب أو عملي فهل يجب أن تحصل على أدلة تدقيق مناسبة وكافية لدعم هذا التحديد، وفيما إذا كان قد تم احتساب البند بشكل مناسب بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة	٤.٠	٩٣.	٨١
٨- ينبغي الحصول على أدلة حول نية الإدارة القيام بإجراءات معينة، والتحقق من قدرتها على ذلك حيثما يكون الأمر مناسبا لقياسات وإفصاحات القيمة العادلة بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة، ويتضمن ذلك القيام بما يلي:			
١/٨ الاطلاع على تاريخ الإدارة الماضي في تنفيذ أغراضها المعلنة فيما يتعلق بالأصول أو الالتزامات	٤.٥	٦٤.	٩٠
٢/٨ تدقيق الخطط المكتوبة والوثائق الا خري والموازنات ومحاضر الاجتماعات	٤.٤	٦٣.	٨٨

٣/٨ النظر في قدرة المنشأة على تنفيذ مسار محدد من العمل في ظل الظروف الاقتصادية بما في ذلك المدلولات الضمنية لالتزاماتها التعاقدية	٤.١	٨٩.	٨٣
٤/٨ مراعاة قدرة الإدارة على تنفيذ مسار محدد من العمل إذا ارتبطت القدرة بالاستخدام أو الإعفاء من استخدام قياس القيمة العادلة بموجب الإطار المالي للمنشأة	٤.٢	٨٧.	٨٥
٩- عندما تختار الإدارة طريقة تقييم محددة من بين طرق بديلة متاحة بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة، وعند مناقشة الإدارة في ذلك يجب أن تراعى أن:			
١/٩ الإدارة قد عملت على تقييم المعايير أن وجدت الواردة في إطار الإبلاغ المالي للمنشأة بشكل كافي وتطبيقها بشكل مناسب لدعم الطريقة المنتقاة	٤.٤	٧٥.	٨٨
٢/٩ طريقة التقييم مناسبة في ظروف معينة بالنظر إلى طبيعة الأصل أو الالتزام الذي يتم تقييمه	٤.٤	٦٨.	٨٩

٣/٩ طريقة التقييم مناسبة فيما يتعلق بمجال الإعمال والصناعة والبيئة التي تعمل فيها المنشأة	٤.١	٩٠.	٨٢
١٠- إذا حددت الإدارة أن طرق التقييم المختلفة نتج عنها مجموعة قياسات القيمة العادلة المختلفة إلى حد كبير يجب أن تقيم كيفية بحث المنشأة في أسباب هذه الاختلافات في وضع قياسات القيمة العادلة	٤.٤	٦٦.	٨٨
١١- يجب تقييم فيما إذا يتم تطبيق طريقة المنشأة لقياسات قيمتها العادلة بشكل منسجم مع طريقة التقييم المحددة	٤.٣	٥٢.	٨٦
المتوسط	٤.٣	٧٢.	%٨٧

ويتضح من الجدول (٦) السابق أن مدققي الحسابات الأردنيين يقومون بتقييم مناسبة قياسات وإفصاحات القيم العادلة بمستوي تطبيق يبلغ ٨٧% ووسط حسابي يبلغ ٤.٣ وانحراف معياري يبلغ٧٢.، وأن أفضل مستوى تطبيق للعبارات أرقام (٤- ٥-١/٨-١/٩-٢/٩-٢/٨- ١٠-١/٩).

٣- بالنسبة للمتغير الثالث والخاص بقياس مدي استخدام المدقق لعمل الخبير عند تخطيط وتنفيذ إجراءات التدقيق المتعلقة بالقيم العادلة، فقد كانت النتائج كما يوضحها الجدول (٧) التالي:

جدول (٧)

العبارات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	مستوى التطبيق(%)
١٢- يجب أن تحصل على أدلة تدقيق كافية ومناسبة عند التخطيط لاستخدام الخبير لإثبات أن العمل ملائم لأغراض التدقيق	٤.٥	.٦٨	٩١
١٣- عند تحديد الحاجة إلى استخدام الخبير يجب أن تراعي الأتي:			
١/١٣ الأهمية النسبية للبند الذي يتم فحصة بالنسبة للبيانات المالية	٤.٤	.٦٥	٨٨
٢/١٣ مخاطر وجود معلومات خاطئة استنادا إلى طبيعة وتعقيد الأمر المنوي فحصة	٤.٢	.٦٩	٨٤
٣/١٣ كمية ونوعية أدلة الإثبات الأخرى المتوفرة	٤.٣	.٧٠	٨٧

١٤- يجب أن تأخذ بعين الاعتبار فهم الخبير لتعريف القيمة العادلة والطريقة التي سيستخدمها لتحديدها وأنها تنسجم مع طريقة الإدارة ومتطلبات الإبلاغ المالي	٤.٦	٥٧.	٩٢
١٥- يجب أن تقوم بتقييم مدى ملائمة عمل الخبير كدليل تدقيق	٤.٢	٩٧.	٨٥
المتوسط	٤.٤	٧١.	%٨٨

ويتضح من الجدول (٧) السابق أن مدققي الحسابات الأردنيين يقومون بتقييم مدي استخدام عمل الخبير عند تخطيط وتنفيذ إجراءات التدقيق المتعلقة بالقيم العادلة بمستوي تطبيق يبلغ ٨٨% ووسط حسابي يبلغ ٤.٤ وانحراف معياري يبلغ٧١.، وأن أفضل مستوي تطبيق للعبارات أرقام (١٤-١٢-١٣-١/١٣-٣/١٣).

٤- بالنسبة للمتغير الرابع والخاص بقياس مدي قيام المدقق بوضح إجراءات التدقيق للاستجابة لمخاطر التحريفات المادية لقياسات وإفصاحات القيم العادلة للمنشأة، فقد كانت النتائج كما يوضحها الجدول (٨) التالي:

جدول (٨)

العبارات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	مستوى التطبيق(%)
١٦- ينبغي فحص قياسات وإفصاحات القيمة العادلة للمنشأة بناء على تقييم المخاطر المتأصلة والرقابية	٤.١	.٩٥	٨٣
١٧- يجب أن ترتبط الفحوصات الجوهرية لقياسات القيمة العادلة بما يلي:			
١/١٧ فحص الافتراضات المهمة للإدارة ونموذج التقييم والبيانات الضمنية	٤.٥	.٦٨	٩٠
٢/١٧ وضع تقديرات مستقلة للقيمة العادلة لتوثيق مدي مناسبة قياسها	٤.٣	.٧٣	٨٦
٣/١٧ دراسة اثر الإحداث اللاحقة على قياس القيمة العادلة وافصاحاتها في البيانات المالية	٤.٣	.٩١	٨٧
١٨- يجب أن تقيم لدي فحص قياسات وإفصاحات القيمة العادلة للمنشأة ما يلي:			

١/١٨ ما إذا كانت الافتراضات المستخدمة من قبل الإدارة معقولة	٤.٣	.٦٩	٨٧
٢/١٨ ما إذا كان قد تم تحديد قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مناسب	٤.٦	.٦٢	٩٢
٣/١٨ ما إذا كانت الإدارة قد استخدمت معلومات ذات صلة كانت متاحة على نحو معقول في ذلك الوقت	٤.٤	.٧٤	٨٨
١٩- ينبغي على المدقق تقييم ما إذا كانت الافتراضات المهمة التي تستخدمها الإدارة في قياس القيمة العادلة سواء تم أخذها بشكل فردي أو كوحدة كاملة توفر أساس معقول لقياسات وإفصاحات القيمة العادلة في البيانات المالية للمنشأة	٣.٩	.٨٢	٧٩
٢٠- إذا اعتمدت الإدارة على المعلومات التاريخية في وضع الافتراضات يجب أن تدرس المدى الذي يتم تبرير مثل هذا الاعتماد	٤.٤	.٦٦	٨٩
٢١- يجب بالنسبةللبنود التي يتم تقيمها من قبل المنشأة باستخدام نموذج التقييم أن:			

١/٢١ تتوقع استبدال حكمك بحكم إدارة المنشأة	٤.٢	٨٧.	٨٥
٢/٢١ تدقيق النموذج وتقييم ما إذا كان النموذج مناسب والافتراضات المستخدمة	٣.٩	٨٨.	٧٩
٢٢- ينبغي فحص البيانات التي تستخدم لعمل قياسات وإفصاحات القيمة العادلة وتقييم ما إذا تم تحديدها بشكل مناسب من هذه البيانات وافتراضات الإدارة	٣.٩	٨٣.	٧٨
٢٣- يجب تقييم ما إذا كانت البيانات التي تقوم على أساسها قياسات القيمة العادلة والبيانات المستخدمة في عمل الخبير دقيقة وكاملة وملائمة	٤.٢	٧٨.	٨٥
٢٤- يجب عند تقييم ما إذا كانت البيانات التي تقوم على أساسها قياسات القيمة العادلة تضمين إجراءات مثل التحقق من مصدر البيانات واعادة الاحتساب الرياضي وتدقيق المعلومات لضمان الاتساق الداخلي	٤.٠	٨٠.	٨٠
المتوسط	٤.٢	٧٨.	٨٥%

ويتضح من الجدول (٨) السابق أن مدققي الحسابات الأردنيين يقومون بتقييم مدي استخدام عمل الخبير عند تخطيط وتنفيذ إجراءات التدقيق المتعلقة بالقيم العادلة بمستوي تطبيق يبلغ ٨٨% ووسط حسابي يبلغ ٤.٤ وانحراف معياري يبلغ٧١.، وأن أفضل مستوى تطبيق للعبارات أرقام (٢/١٨-١/١٧-٢٠-١/١٨-٣/١٨-١/١٧-٣/١٧).

٥- بالنسبة للمتغير الخامس والخاص بقياس مدى قيام المدقق بتقييم تمشي افصاحات القيم العادلة مع إطار الإبلاغ المالي للمنشأة، فقد كانت النتائج كما يوضحها الجدول (٩) التالي:

جدول (٩)

العبارات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	مستوى التطبيق(%)
٢٥- لدي تدقيق قياسات القيمة العادلة والإفصاحات ذات العلاقة الواردة في ملاحظات البيانات المالية سواء تطلبها إطار الإبلاغ المالي أو تم الإفصاح عنها بشكل طوعي فإنه يجب عادة وبشكل أساسي:			
١/٢٥ أداء نفس أنواع إجراءات التدقيق كتلك التي تستخدم في تدقيق قياس القيمة العادلة المعترف به في البيانات المالية	٤.٨	٣٧.	٩٧

٢/٢٥ الحصول على أدلة تدقيق مناسبة وكافية تثبت بأن مبادئ التقييم المناسبة بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة ويتم تطبيقها بشكل متسق وأنه قد تم الإفصاح عن طريقة التقييم والافتراضات المهمة المستخدمة بشكل مناسب	٤.٤	٥٦.	٨٩
٣/٢٥ احتمال أن تكون المعلومات الطوعية غير مناسبة في سياق البيانات المالية	٤.٢	٧٦.	٨٥
٢٦- يجب أن تقيم ما إذا كانت المنشأة قد قامت بأفصاحات مناسبة حول معلومات القيمة العادلة كما تطلب ذلك إطار الإبلاغ المالي للمنشأة	٤.٣	٥٧.	٨٧
٢٧- إذا تضمن بند معين درجة عالية من الشك في القياس يجب تقييم ما إذا كانت الأفصاحات كافية لإبلاغ المستخدمين بهذا الشك	٤.٦	٥٦.	٩٣

٢٨- يجب التأكد من أن المنشأة امتثلت لمتطلبات المحاسبة والإفصاح المتعلقة بالتغيرات في طريقة التقييم المستخدمة لتحديد قياسات القيمة العادلة	٤.٤	٧٨.	٨٨
٢٩- عندما يلغى الإفصاح عن معلومات القيمة العادلة بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة لأنه من غير العملي تحديد القيمة العادلة بموثوقية كافية، يجب تقييم مدى ملائمة الإفصاحات المطلوبة في هذه الظروف	٤.١	٦٩.	٨٣
٣٠- إذا لم تفصح المنشأة بشكل ملائم عن معلومات القيمة العادلة التي يتطلبها إطار الإبلاغ المالي يجب تقييم فيما إذا كان قد تم التعبير بشكل خاطئ ماديا عن البيانات المالية بسبب الابتعاد عن إطار الإبلاغ المالي	٤.٥	٥٦.	٩٠
المتوسط	٤.٤	٦١.	%٨٩

ويتضح من الجدول (٩) السابق أن مدققي الحسابات الأردنيين يقومون بتقييم مدى تمشي افصاحات القيم العادلة مع إطار الإبلاغ المالي للمنشأة، بمستوي تطبيق يبلغ ٨٩% ووسط حسابي يبلغ ٤.٤ وانحراف معياري يبلغ٦١.، وأن أفضل مستوى تطبيق للعبارات أرقام (٢٥/١-٢٧-٣٠-٢٥/٢-٢٨).

٦- بالنسبة للمتغير السادس والخاص بقياس مدي قيام المدقق بتقييم نتائج إجراءات التدقيق والحصول على التمثيلات الإدارية والاتصال بالمسئولين عن التحكم المؤسسي (الحوكمة) في المنشأة المتعلقة بالقياس والإفصاح عن القيم العادلة، فقد كانت النتائج كما يوضحها الجدول(١٠) التالي:

جدول (١٠)

العبارات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	مستوى التطبيق(%)
٣١- ينبغي تقييم كفاية وملائمة أدلة التدقيق التي يتم الحصول عليها بالإضافة إلى اتساق تلك الأدلة مع أدلة أخرى وتقييمها خلال التدقيق عند إجراء التقييم النهائي بشأن اتساق قياسات وإفصاحات القيمة العادلة وإطار الإبلاغ المالي للمنشأة في سياق البيانات المالية ككل	٤.٣	٧٣.	٨٦
٣٢- يجب الحصول على تمثيلات خطية من الإدارة فيمل يتعلق بمدى معقولية الافتراضات المهمة بما في ذلك ما إذا كانت تعكس بشكل مناسب نية الإدارة وقدرتها على تنفيذ أعمال محددة بالنيابة عن المنشأة حيثما كان مناسبا لقياسات وإفصاحات القيمة العادلة	٤.٤	٧٠٢.	٨٨

٣٣- اعتمادا على طبيعة القيم العادلة وأهميتها النسبية وتعقيدها يجب أن تتضمن تمثيلات الإدارة بشأن قياسات وإفصاحات القيمة العادلة الواردة في البيانات المالية تمثيلات حول:			
١/٣٣ مدى مناسبة طرق القياس بما في ذلك الافتراضات ذات العلاقة المستخدمة من قبل الإدارة في تحديد القيم العادلة ضمن إطار الإبلاغ المالي المعمول به ومدى الاتساق في تطبيق هذه الطرق	٤.٤	٦٦.	٨٨
٢/٣٣ الأساس الذي تستخدمه الإدارة لتخطى الافتراض المتعلق باستخدام القيمة العادلة المنصوص عليها بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة	٤.٣	٥٧.	٨٧
٣/٣٣ مدى اكتمال ومناسبة الإفصاحات المتعلقة بالقيم العادلة بموجب إطار الإبلاغ المالي للمنشأة	٤.٦	٥٦.	٩٣
٤/٣٣ ما إذا كانت الإحداث اللاحقة تتطلب إجراء تعديل على قياسات وإفصاحات القيمة العادلة الواردة في البيانات المالية	٤.٤	٧٠.	٨٩

٣٤- بسبب الشك الذي كثيرا ما يرتبط ببعض قياسات القيمة العادلة يمكن أن يكون الأثر المحتمل على البيانات المالية لأي مخاطر مهمة ذات أهمية إدارية، لذلك يجب أن تأخذ في الحسبان: * تبليغ طبيعة الافتراضات المهمة المستخدمة في قياسات القيمة العادلة؛ و* درجة الذاتية المرتبطة بوضع الافتراضات؛ و* الأهمية النسبية للبنود التي تم قياسها عند القيمة العادلة إلى البيانات المالية كوحدة واحدة.	٤.٤	٧٠٤.	٨٨
المتوسط	٤.٤	٦٦.	%٨٨

ويتضح من الجدول (١٠) السابق أن مدققي الحسابات الأردنيين يقومون بتقييم نتائج إجراءات التدقيق والحصول على التمثيلات الإدارية والاتصال بالمسئولين عن التحكم المؤسسي (الحوكمة) في المنشأة المتعلقة بالقياس والإفصاح عن القيم العادلة ، بمستوي تطبيق يبلغ ٨٨% ووسط حسابي يبلغ ٤.٤ وانحراف معياري يبلغ٦٦.، وأن أفضل مستوى تطبيق للعبارات أرقام (٣/٣٣-٣٣-٤/٣٣-١/٣٣-٣٢-٣٤).

وعموما فإن أفضل مستوي تطبيق لمتغيرات الدراسة والمستوى العام يمكن ايضاحة في الجدول(١١) التالي:

جدول(١١)

متغيرات الدراسة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	مستوى التطبيق %	الترتيب
الأول	٤.١	.٨٨	٨٢	السادس
الثاني	٤.٣	.٧٢	٨٧	الرابع
الثالث	٤.٤	.٧١	٨٨	الثالث
الرابع	٤.٢	.٧٨	٨٥	الخامس
الخامس	٤.٤	.٦١	٨٩	الأول
السادس	٤.٤	.٦٦	٨٨	الثاني
المستوى العام	٤.٣	.٧٣	٨٧%	-

اختبار فرضيات الدراسة

لقد أستخدم الباحث One Sample T-Test لاختبار فرضيات الدراسة الحالية، وعند مستوي ثقة ٩٥%، ومستوى معنوية ١%، ويوضح الجدول (١٢) نتائج اختبار فرضيات الدراسة كما يلي:

جدول (١٢)

الفرضية	T المحسوبة	P-Value	الوسط الحسابي	النتيجة
H١	١٨.٨١٦	٠.٠٠٠**	٤.١٣٥٩	قبول الفرضية البديلة
H٢	٢٣.٧٢٣	٠.٠٠٠**	٤.٣٤٩٥	قبول الفرضية البديلة
H٣	٢٣.٥٦٥	٠.٠٠٠**	٤.٤١٥٤	قبول الفرضية البديلة
H٤	٢٥.٧٩٩	٠.٠٠٠**	٤.٢٦٧٠	قبول الفرضية البديلة
H٥	٣٠.٨٦١	٠.٠٠٠**	٤.٤٧٦٩	قبول الفرضية البديلة
H٦	٣٠.٠٠	٠.٠٠٠**	٤.٤٤٤٠	قبول الفرضية البديلة
**	ذات دلالة إحصائية عند مستوى ١%			

تحليل اتجاهات الفروق في آراء عينة الدراسة:

لتحديد ما إذا كان هناك فروق ذات دلالة إحصائية في عينة الدراسة تعود إلى خصائصها والدورات التدريبية فيما عدا المؤهل العلمي، فقد تم

أستخدم أسلوب One Way ANOVA، Independent Sample Test، One Sample T-Test، والجدول (١٣) التالي يوضح ما إذا كان هناك فروق في أراء عينة الدراسة حول فرضيات الدراسة(المتغيرات المستقلة) **كما يلي:**

جدول (١٣)

الفرضية	الوظيفة		التخصص		الخبرة		معايير المحاسبة		معايير التدقيق	
	Sig.	F	Sig.	T	Sig.	F	Sig.	T	Sig.	T
H١	.٠٠٠	٤٦.٢٩	.٠٠٦	٢.٨٧	.٣٦١	١.٠٨	.٣٠٣	-١.٠٣	.٧٠٠	.٣٨٨
H٢	.٠٠٠	٣٦.٢٨	.٩٥٢	-.٠٦٥	.٠٠٥	٤.٧٢	.٩٤٧	-.٠٦٦	.٨٦٤	-.١٧٢
H٣	.٠٠٠	١٩.٤٤	.٦١٢	-.٥١٠	.٠٠٩	٤.١٧	.٢٤٩	-١.١٦	.٨٣٠	-.٢١٦
H٤	.٠٠٠	١٥.٣٦	.٠٠٠	٥.٤٧	.٣٥٣	١.١٠	..٩٤١	.٠٧٤	.٠٣٦	٢.١٤

H٥	.٠٠٠	٢١.٥٩	.٣٠١	١.٠٤	.٢٣٤	١.٤٦	.١٦٠	-١.٤٢	.٣٠١	-١.٠٤
H٦	.٠٠٠	٣٤.٢٢	.١٣١	٢.٠٠	.٠١٩	٣.٥٦	.١٧٢	-١.٣٨	.٢١٤	-١.٢٥

ويتضح من الجدول (١٣) السابق أن هناك فروق في أراء عينة الدراسة بشأن فرضيات الدراسة الحالية تعود للوظيفة الحالية بالنسبة للفرضيات جميعها، وتعود للتخصص بالنسبة للفرضيات H١، H٤، وتعود للخبرة بالنسبة للفرضيات H٢، H٣، H٦.

ولا توجد فروق في آراء عينة الدراسة بخصوص الحصول على دورات تدريبية في معايير المحاسبة المتعلقة بالقيمة الحالية، بينما توجد بشأن الحصول على دورات تدريبية في معايير التدقيق المتعلقة بالقيمة العادلة بالنسبة للفرضيةH٤.

وبتحليل اتجاهات الفروق في أراء عينة الدراسة حول فرضيات الدراسة والتي تعود إلى الوظيفة الحالية فقد أكدت نتائج استخدام اختبار Scheffe، بأن الفروق بالنسبة لجميع الفرضيات تميل لصالح الشريك، ماعدا H٤ فتميل لصالح المدير، وذلك كما يتضح من جدول (١٤) التالي:

جدول (١٤)

الفرضية	شريك	مدير	رئيس	مدقق أول	مدقق	النتيجة
H١	٤.٦٥٤٢	٤.٥٠٠٠	٤.١٦٦٧	٤.٢٤٢٤	٣.٦٩٨٣	لصالح الشريك
H٢	٤.٨٩٢٩	٤.٥٧١٤	٣.٨٥٧١	٤.٢٠١٣	٤.٠٤١٩	لصالح الشريك
H٣	٤.٩٠٠٠	٤.٨٣٣٣	٤.٠٨٣٣	٤.٣١٨٢	٤.٠٩٧٧	لصالح الشريك
H٤	٤.٦١٧٩	٤.٦٩٠٥	٤.٠٧١٤	٤.٢٤٠٣	٤.٠٠٤٩	لصالح المدير
H٥	٤.٩٠٠٠	٤.٦٢٥٠	٤.٠٦٢٥	٤.٢٦١٤	٤.٢٨٠٢	لصالح الشريك
H٦	٤.٩٠٠٠	٤.٦١٩٠	٤.٤٢٨٦	٤.٢٩٨٧	٤.١٦٧٥	لصالح الشريك

أما اتجاهات الفروق بشأن التخصص فمن خلال استخدام T-Test و Independent Samples Test فإن الفروق تميل لصالح تخصص المحاسبة بالنسبة H١، حيث أن الوسط الحسابي لتخصص المحاسبة أكبر من التخصصات الأخرى (٤.١٧٢٠ مقابل ٣.٣٨٨٩) وكذلك بالنسبة H٤ (٤.٢٨٤٦ مقابل ٣.٩٠٤٨).

أما اتجاهات الفروق بشأن الخبرة، فقد أكدت نتائج استخدام اختبار Scheffe، بأن الفروق بالنسبة للفرضيات الثلاث تميل لصالح الخبرة العملية أكثر من ١٥ سنة، وذلك كما يتضح من جدول (١٥) التالي:

جدول (١٥)

الفرضية	**أقل من ٥**	**من ٥ إلى ١٠**	**من ١٠ إلى ١٥**	**أكبر من ١٥**	**النتيجة**
H٢	٤.٢٠٣٣	٤.٥٥٣٦	٤.٤٢٨٦	٥.٠٠٠٠	لصالح الخبرة أكبر من ١٥
H٣	٤.٢٦٩٢	٤.٦٧٥٠	٤.٣٣٣٣	٤.٨٣٣٣	لصالح الخبرة أكبر من ١٥
H٦	٤.٣٢٦٠	٤.٦٣٥٧	٤.٥٠٠٠	٤.٧١٤٣	لصالح الخبرة أكبر من ١٥

وأما اتجاهات الفروق بشأن الحصول على دورات تدريبية في معايير التدقيق الدولية المتعلقة بالقيمة العادلة وخاصة الفرضية H٤ فإنها تميل لصالح الحاصلين على دورات تدريبية حيث أن الوسط الحسابي أكبر من هؤلاء الذين لم يحصلوا على دورات (٤.٣٤٢٩ مقابل ٤.١٤٥٧).

الخلاصة والنتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية:

الخلاصة والنتائج :

يتزايد الاتجاه العالمي نحو إستخدام تقديرات القيم العادلة خاصة في المحاسبة عن الاستثمارات(الموجودات) المالية، ولذلك استهدفت الدراسة الحالية قياس مستوي تطبيق مدققي الحسابات الأردنيين المرخصين العاملين في مكتب التدقيق الكبرى لمتطلبات تدقيق قياسات وإفصاحات القيم العادلة، ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحث في الإطار النظري- بالإضافة إلى ما ورد في المقدمة – بتقييم اتجاهات التطور في استخدام تقديرات القيم العادلة في إعداد البيانات المالية بشأن الاعتراف والقياس والعرض والإفصاح، وتحديد انعكاسات استخدام تقديرات القيم العادلة في المحاسبة من خلال البيانات المحاسبية المنشورة للقطاعات الاقتصادية الأردنية المختلفة- ماعدا قطاع الخدمات- على أداء مهمة التدقيق، فضلا عن القيام بأجراء دراسة ميدانية من خلال قائمة استبيان تضمنت ٣٣ عبارة وزعت على عينة بلغت ٦٥ من العاملين في مكاتب التدقيق الأردنية الكبرى لتحقيق الهدف الرئيس **للدراسة الحالية وبعد العرض المتقدم توصل الباحث إلى النتائج التالية:**

أولا: يوجد اهتمام قليل جدا بالبحث في مجال المحاسبة عن القيم العادلة على جميع المستويات من المحلية إلى العالمية، وهذا يعود إلى حداثة تطبيق الموضوع في الدول المتقدمة من ناحية أو ربما بسبب الفضائح المالية للشركات الكبرى بعد عام ٢٠٠٠، أو التأخر في إصدار المعايير المحاسبية المناسبة المتعلقة بالقيمة العادلة أو كثرة التعديلات فيها سواء الدولية أو الأمريكية.

ثانيا: لقد اهتمت الدراسات ذات العلاقة(السابقة) بمشاكل الاعتراف والقياس والعرض والإفصاح بالإضافة إلى مشكلتي الملائمة والموثوقية، كما لا يوجد اهتمام بموضوع تدقيق القيم العادلة، وهذا ربما يعود أيضا إلى تأخر الإصدارات والمعايير المتعلقة بها خاصة الأمريكية والدولية أو اعتبار أن القيم العالة مجرد تقديرات محاسبية مثلها في ذلك مثل تقدير الأعمار الإنتاجية للأصول الثابتة، أو تقدير مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها وبالتالي يمكن تطبيق معيار التدقيق الدولي رقم ٥٤٠ : الموسوم تدقيق التقديرات المحاسبية مما يزيد من أهمية الدراسة الحالية على الرغم من اختلاف موضوع التقديرات المحاسبية عن تقديرات القيمة العادلة على الرغم من التشابه في الطرق المستخدمة عند تقييم افتراضات الإدارة.

ثالثا: تأخذ المقاييس والإفصاحات التي تستند إلى القيمة العادلة في الانتشار بشكل متزايد في أطر الإبلاغ المالي، وفي التطبيق العملي المحاسبي، حيث أنها قد تحدث في البيانات المالية بعدد من الطرق أو المداخل (التكلفة- السوق – الدخل)أو استخدام (السعر المعلن – تقنية التقييم)، وبالتالي قد تؤثر على تحديدها وقياسها ومن ثم الإفصاح عنها سواء في صلب قائمة الدخل أو في صلب قائمة المركز المالي أو ضمن السياسات المحاسبية ولذلك تقع على الإدارة مسؤولية اختيار أساس القياس ومفهوم المحافظة على رأس المال اللذان يحددان النموذج المحاسبي المستخدم في إعداد البيانات المالية، لأن النماذج المحاسبية المختلفة تحقق درجات مختلفة من الملائمة والموثوقية.

رابعا: توجد العديد من المخاطر الناتجة عن استخدام تقديرات القيم العادلة في إعداد البيانات المالية وعلى خصائصها المحاسبية خاصة (الملائمة والموثوقية) وعلى الثقة بها والرقابة عليها بسبب استخدام الأحكام

الشخصية للإدارة في تقديرها، ومن ثم استمرارية المنشآت، بالإضافة إلى تأثيرها على نتائج الأعمال والمركز المالي من ناحية وخطورتها في قضية الحفاظ على رأس المال سليم حيث أن تطبيقها يؤدي - دائما - إلى زيادة الأرباح، مما يوجب على الإدارة السعي لتحقيق التوازن بين خصيتي الملائمة والموثوقية.

خامسا: أن استخدام تقديرات القيم العادلة خاصة في القطاع المصرفي الأردني أدى إلى زيادة أرباح الموجودات والأدوات المالية من ١٠٠% عام٢٠٠٠ إلى ٢٣٢% عام ٢٠٠٤، وزيادة نسبتها إلى صافي الربح من ٤٣% عام ٢٠٠٠ إلى ٦١% عام ٢٠٠٤، وزيادة ضريبة الدخل من ١٠٠% عام ٢٠٠٠ إلى ١١٤% عام ٢٠٠٤، وزيادة الأرباح المقترح توزيعها من ١٠٠% عام ٢٠٠٠ إلى ١٤١% عام ٢٠٠٤، وذلك بالإضافة من تحويل الخسائر المدورة من (١٠٠%) عام ٢٠٠٠ إلى إرباح مدورة بنسبة ٦١% عام ٢٠٠٤.

سادسا: يوجد عدم استقرار في الإصدارات المحاسبية الصادرة عن IASB المتعلقة بالقيمة العادلة والمطبقة في الأردن اعتبارا من ٢٠٠١/١/١ ومنذ الأخذ بها عام ١٩٩٩، وحتى الآن، بالإضافة إلى ما يلي:

أ- لا يوجد - حتى الآن- من الناحية النظرية أتفاق بين المحاسبون والمهنيون والمنظمات المهنية والباحثين على مفهوم أو تفسير محدد للقيمة العادلة أو طريقة محددة لتقديرها بسبب تعدد العوامل المؤثرة في القيمة العادلة للأداة المالية وخاصة عند استخدام أساليب التقييم (حالة عدم وجود سوق غير نشط) والتي تشمل القيمة الزمنية للنقود، ومخاطر الائتمان، وأسعار صرف العملات الأجنبية، وأسعار السلع، وأسعار أدوات حقوق الملكية، والتقلبات المتعلقة بمقدار التغيرات المستقبلية في أسعار الأدوات

المالية أو البنود الأخرى، ومخاطر الدفع المسبق والتنازل، وتكاليف خدمة الأصل أو الالتزام المالي بالإضافة إلى تأثيرها على خصائص المعلومات المحاسبية اللازمة في عملية اتخاذ القرارات أو القرارات الاقتصادية.

ب- تعدد نماذج تقدير القيم العادلة للأصول أو الالتزامات المالية الأمر الذي يجعل البيانات المالية أكثر تقلبا مما هو في الحقيقة خاصة في ظل عدم وجود سوق نشط حيث يتطلب الأمر وضع تقديرات القيم العادلة ومثل هذه التقديرات يمكن أن تكون ذاتية أو معرضة لقابلية تغير القياس مما يزيد من عدم دقة النتائج المالية.

ج- أن المشكلة الأساسية في تقديرات القيم العادلة لا تكمن في مدي موثوقيتها أي مدي وجود أدلة إثبات سواء بشكل يساعد في الاعتراف بها وقياسها أو عرضها والإفصاح عنها في البيانات المالية وتدقيقها، بل تكمن في اعتماد استخدام القيم العادلة في المحاسبة على نموذج قياس مختلط يتمثل في قياس بعض الموجودات المالية بالقيم العادلة بينما يقاس البعض الأخر إلى جانب معظم الالتزامات المالية بالتكلفة وهذا يتعارض مع مبدأ الثبات في المحاسبة أو عدم الاتساق في المعالجة المحاسبية.

د- لا تزال توجد العديد من المشاكل المثارة من قبل المنظمات المهنية الدولية واضعي المعايير **ومن هذه المشاكل:**

- مدى ملائمة القيم العادلة للاستثمارات ذات الاستحقاق الثابت التي يراد الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

- الوثوق في تقدير القيمة العادلة لأدوات حقوق الملكية غير المدرجة.

- التقييم العادل للمطلوبات وذلك في الوقت الذي يتم قياس المحتفظ بها لأغراض المتاجرة بمقدار قيمتها العادلة.

سابعاً: توجد استجابة دولية متأخرة من قبل المنظمات والمعاهد والجمعيات المهنية المهتمة بمهنة التدقيق على مستوي العالم خاصة AICPA و IFAC بشأن وضع إطار محدد ومتكامل لواجبات ومسؤوليات المدقق بشأن تدقيق القيم العادلة حيث تم توسيع دور المدقق فيما يتعلق بالقياس والإفصاح عن تقديرات القيم العادلة، بالإضافة إلى المهام الأساسية التي يؤديها المدقق وفقا للمعايير التدقيق الدولية حيث يشمل أطار التدقيق للقيمة العادلة بالإضافة إلى المعيار ٥٤٥ ما يرد في المعايير التالية (٢٦٠-٣١٥-٣٣٠-٤٠٠-٤٠٢-٥٠٠-٥٢٠-٥٦٠-٥٨٠-٦٢٠-٧٠٠).

ثامناً: لقد بينت الدراسة الميدانية بشأن قياس مستوي تطبيق مدققي الحسابات الأردنيين العاملين في مكاتب التدقيق لمتطلبات تدقيق القيمة العادلة وفقا لمعيار التدقيق الدولي رقم ٥٤٥ **ما يلي:**

١- عدم حصول ٨٧.٧ من العينة على دورات تدريبية تتعلق بالمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية الدولية ذات العلاقة باستخدام القيمة العادلة، كما أن هناك ما نسبته ٣٨.٥ من مدققي الحسابات المزاولين للمهنة لم يحصلوا على دورات تدريبية في مجال تدقيق القيم العادلة وفق لمعايير التدقيق الدولية.

٢- بلغ المستوي العام لتطبيق متطلبات تدقيق القيمة العادلة ما نسبته ٨٧%، وكان أفضل تطبيق للمتغير الخامس: المتعلق بتقييم مدى تمشي افصاحات القيم العادلة مع إطار الإبلاغ المالي للمنشأة بنسبه ٨٩%، ثم المتغير السادس المتعلق بتقييم نتائج إجراءات التدقيق والاتصالات بنسبه ٨٨%، ثم المتغير الثالث المتعلق باستخدام عمل الخبير عند تخطيط وتنفيذ

إجراءات التدقيق بنسبه٨٨%، ثم المتغير الثاني المتعلق بتقييم مناسبة قياسات وإفصاحات القيم العادلة بنسبة ٨٧%، ثم المتغير الرابع المتعلق بإجراءات التدقيق للاستجابة لمخاطر التحريفات المادية بنسبة ٨٥%، وأخيرا المتغير الأول المتعلق بفهم عمليات المنشأة وأنشطة الرقابة ذات الصلة وتقييم المخاطر بنسبه٨٢%.

٣- توجد فروقات في آراء عينة الدراسة تعود إلى الوضع الوظيفي والتخصص والخبرة العملية والحصول على دورات تدريبية تميل لصالح الشريك والمدير والخبرات أكثر من ١٥ وذلك عند القياس.

التوصيات والدراسات المستقبلية المقترحة:

بناء على النتائج السابقة وبالإضافة إلى ما تعانيه بورصة الأوراق المالية الأردنية منذ بداية عام ٢٠٠٦ من انكماش ناتج عن تضاؤل وجود أطراف راغبة في البيع والشراء مما يؤكد على أنه سوق غير نشط حاليا، فضلا عن الظروف السياسية والعسكرية في الدول العربية المحيطة ذات التأثير بالغ الأثر على المستثمرين والقطاعات الاقتصادية العربية الأردنية، لذلك يقترح الباحثان التوصيات التالية:

أولا: يوصي الباحثان الحكومة الأردنية ممثلة في بورصة الأوراق المالية الأردنية ومراقبة الشركات والبنك المركزي الأردني باتخاذ التدابير اللازمة لوقف/ تأجيل تطبيق محاسبة القيمة العادلة على البيانات المالية في **القطاعات الاقتصادية المختلفة أو إصدار تعليمات بإعادة تصنيفها إلى فئتين فقط هما:**

١- موجودات مالية بغرض البيع(قصيرة الأجل).

٢- موجودات مالية بغرض الاحتفاظ (طويلة الأجل).

وبمعنى أخر عدم الاعتراف في قائمة الدخل بأي أرباح أو خسائرإلا إذا تحققت فعلا لأن في ذلك ضمانا للمستثمر والقطاعات الاقتصادية الأردنية المختلفة فيما يتعلق بالاستمرارية والحفاظ على رأس المال سليم، خاصة وأن الإصدارات المهنية الصادرة عن IASB والمعتمدة في الأردن غير مستقرة حتى الآن.

ثانيا: يوصي الباحثان مدققي الحسابات الأردنيين - حالة استمرار التطبيق للقيمة العادلة- بضرورة الاهتمام بفهم عمليات القطاعات الاقتصادية المختلفة وأنشطة الرقابة ذات الصلة وتقييم المخاطر لتحديد قياسات وإفصاحات تقديرات القيم العادلة عند تدقيق البيانات المالية لتحديد طبيعة **إجراءات التدقيق وتوقيتها ونطاقها وخاصة المتعلقة بما يلي:**

١- افتراضات الإدارة المهمة المستخدمة في تحديد القيمة العادلة.

٢- الوثائق التي تدعم افتراضات الإدارة في تحد القيمة العادلة.

٣- أنظمة الرقابة على تناسق البيانات المستخدمة في نماذج التقييم وتوقيتها وموثوقيتها.

٤- تقييم ما إذا كانت الافتراضات المهمة التي تستخدمها الإدارة في قياس القيمة العادلة سواء تم أخذها بشكل فردي أو كوحدة كاملة توفر أساس معقول لقياسات وإفصاحات القيمة العادلة للبيانات المالية للمنشأة.

٥- تدقيق نموذج التقييم وتقييم ما إذا كان النموذج مناسب للافتراضات المستخدمة.

٦- فحص البيانات التي تستخدم لعمل قياسات وإفصاحات القيمة العادلة وتقييم ما إذا تم تحديدها بشكل مناسب من هذه البيانات وافتراضات الإدارة.

ثالثا: يوصي الباحثان جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين بالتعاون مع المجمع العربي للمحاسبين القانونيين بضرورة القيام بإعداد أجندة لعقد دورات تدريبية خاصة تلك المتعلقة بالمحاسبة والتدقيق للقيمة العادلة لجميع مدققي الحسابات العاملين المرخصين المزاولين وغير المزاولين والعاملين بالأردن، وذلك بناء على أحكام المواد(٥ – ٨- ٩) من نظام مزاولة مهنة رقم ٢٠٠٦/٧.

رابعا: يوصي الباحثان الجامعات الأردنية خاصة أقسام المحاسبة بضرورة مواكبة التغيرات في المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق التي تتجه نحو الاعتماد على الأحكام الشخصية والتشريعات الاقتصادية في المناهج الدراسية على كافة مراحل التعليم المحاسبي لتكوين جيل قادر على مواجهة التحديات البيئية والمتغيرات الاقتصادية العالمية الجديدة والمستقبلية.

خامسا: يوصي الباحثان الزملاء الأكاديميين والمهنيين في الدول العربية والأردن خاصة بضرورة استمرار البحث المحاسبي في مجال تطبيق القيمة العادلة في القطاعات الاقتصادية المختلفة، **ولذا يقترح الباحثان للدراسات المستقبلية الإجابة على الأسئلة التالية:**

١- ما أفضل الطرق لتحديد أو تقدير القيم العادلة؟، وما العوامل المؤثرة في قياس القيمة العادلة في حالة وجود سوق نشط أو غير نشط؟.

٢- ما مدي ملائمة استخدام محاسبة القيمة العادلة في بيئة الأعمال العربية؟، وما تأثير تدقيق القيمة العادلة على متخذي قرارات الاستثمار والائتمان؟.

الفصل الرابع

التحوط المتخذ لتحويل الخسائر إلى أرباح

التحوط هو شكل من الأشكال المتقدمة لإدارة المخاطر التي بالتأكيد لا ينصح بها للمبتدئين.

يمكن في الواقع أن تتحول إلى أداه أكثر خطورة إذا لم يتم تنفيذها بشكل صحيح ويتطلب أيضا فهم دقيق لكيفية تحريك الأدوات المالية المختلفة وكذلك العلاقات داخل الأسواق. مع قليل من الممارسة، والحرص على التعلم، يمكن للتجار إتقان فن التحوط من مفاهيم بسيطة جدا إلى الأكثر تقدما.

ما هو التحوط؟

يعرف التحوط في الأسواق المالية، على انه اتخاذ مواقف مضادة في السوق في طريقة تقلل مخاطر الصفقات لتصبح عند الصفر.

بعبارات بسيطة، إذا كنت قد قمت بعملية شراء وبيع لزوج العملة في نفس المستوى مع جني الأرباح ١٠ نقاط ووقف الخسارة ١٠ نقاط، يكون الشراء وبيع دون أي خسارة، حيث تعوض المكاسب الخسائر في الموقف المعاكس. لكن المثال أعلاه هو مجرد مثال أساسي جدا وعلى عكس ما قد يتصور المرء، بينما يمكن استخدام التحوط بالعديد من الطرق.

يستخدم المتداولين الخبراء مفاهيم التحوط المتقدمة لتحويل المواقف الخاسرة إلى مواقف رابحة أو اقل خسارة.

أنواع التحوط:

يمكن تطبيق التحوط على أي سوق، من العقود الآجلة، لأزواج العملات، والأسهم والخيارات ويمكن أن تشمل أيضا تداول الأصول المختلفة أو الأدوات المالية المختلفة.

التحوط مع ارتباط:

التحوط مع ارتباط يستند على حقيقة أن بعض الأصول تميل إلى أن تكون مترابطة سلبا أو إيجابا، أي تسير في نفس الاتجاه أو في الاتجاه المعاكس. وخير مثال على ذلك هو أسواق الأسهم والذهب.

تعتبر أسواق الأسهم محفوفة بالمخاطر، يعتبر الذهب وهو أحد الأصول ملاذا آمنا.

عندما تزيد الرغبة في المخاطرة في السوق، تميل الأسهم إلى التفوق على الملاذ الآمن(الذهب)، بينما في أوقات عدم اليقين في السوق، يفضل المستثمرين الحد من تعرضهم للأصول الخطرة والمضاربة على الذهب.

لذلك، إذا كان لديك صفقة طويلة الأجل على العقود الآجلة لستاندرد اند بورز ٥٠٠ ولكن غير متأكد من كيفية رد فعل الأسواق قادم معين، يمكنك تغطية هذا الموقف مع الذهب من خلال اتخاذ مواقف طويلة في وقت واحد على الذهب كذلك. بهذه الطريقة، إذا بدأ الموقف طويل الأجل للعقود الآجلة لستاندرد اند بورز ٥٠٠، يمكنك تعويض هذه الخسائر مع المواقف الطويلة الأجل على الذهب.

الخطر هنا هو أنه إذا استمرت العقود الآجلة لستاندرد اند بورز ٥٠٠ في الارتفاع، في هذه الحالة الموقف الطويل على الذهب سيبدأ بالتحرك إلى خسارة.

هذا يقودنا إلى النقطة التالية التي تتمثل في استخدام أدوات مالية مختلفة للتعويض عن الخسائر.

يظهر على الرسم البياني أدناه التصوير المرئي لهذين السوقين المتحركين مع وجود علاقة سلبية.



(P (Blue) v/s Comex Gold (Black&E-Mini S

يمكن للتجار أيضا استخدام استراتيجيات ارتباط في أسواق العملات أو الفوركس. على سبيل المثال، أزواج العملات مع الدولار، بسبب تحرك العملة الأساسية في اتجاه مماثل، مثل USDJPY، وUSDCAD، وUSDCHF، في حين أن أزواج العملات مع الدولار وذلك مع تحرك سعر العملة في الاتجاه المعاكس، مثل EURUSD وGBPUSD وAUDUSD وNZDUSD. يظهر على الرسم البياني أدناه مقارنة مع USDCAD وUSDCAD على القمة، بينما اليورو مقابل الدولار الأميركي والجنيه الاسترليني مقابل الدولار هي في القاع.



USDCHF, USDCAD v/s EURUSD, GBPUSD

باستخدام هذا النهج من ارتباط العملة، يمكنك التعويض عن موقف خاسر في زوج عملة واحدة عن طريق اتخاذ الموقف المعاكس في زوج العملة المترابطة سلبيا.

التحوط هو شكل من الأشكال المتقدمة لإدارة المخاطر التي بالتأكيد لا ينصح بها للمبتدئين.

يمكن في الواقع أن تتحول إلى أداه أكثر خطورة إذا لم يتم تنفيذها بشكل صحيح ويتطلب أيضا فهم دقيق لكيفية تحريك الأدوات المالية المختلفة وكذلك العلاقات داخل الأسواق. مع قليل من الممارسة، والحرص على التعلم،يمكن للتجار إتقان فن التحوط من مفاهيم بسيطة جدا إلى الأكثر تقدما.

ما هو التحوط؟

يعرف التحوط في الأسواق المالية، على انه اتخاذ مواقف مضادة في السوق في طريقة تقلل مخاطر الصفقات لتصبح عند الصفر. بعبارات بسيطة، إذا كنت قد قمت بعملية شراء وبيع لزوج العملة في نفس المستوى

مع جني الأرباح ١٠ نقاط ووقف الخسارة ١٠ نقاط، يكون الشراء وبيع دون اي خسارة، حيث تعوض المكاسب الخسائر في الموقف المعاكس. لكن المثال أعلاه هو مجرد مثال أساسي جدا وعلى عكس ما قد يتصور المرء، بينما يمكن استخدام التحوط بالعديد من الطرق. يستخدم المتداولين الخبراء مفاهيم التحوط المتقدمة لتحويل المواقف الخاسرة إلى مواقف رابحة أو اقل خسارة.

أنواع التحوط:

يمكن تطبيق التحوط على أي سوق، من العقود الآجلة، لأزواج العملات، والأسهم والخيارات ويمكن أن تشمل أيضا تداول الأصول المختلفة أو الأدوات المالية المختلفة.

التحوط مع ارتباط:

التحوط مع ارتباط يستند على حقيقة أن بعض الأصول تميل إلى أن تكون مترابطة سلبا أو إيجابا، أي تسير في نفس الاتجاه أو في الاتجاه المعاكس. وخير مثال على ذلك هو أسواق الأسهم والذهب. تعتبر أسواق الأسهم محفوفة بالمخاطر، يعتبر الذهب وهو أحد الأصول ملاذا آمنا. عندما تزيد الرغبة في المخاطرة في السوق، تميل الأسهم إلى التفوق على الملاذ الآمن(الذهب)، بينما في أوقات عدم اليقين في السوق، يفضل المستثمرين الحد من تعرضهم للأصول الخطرة والمضاربة على الذهب.

لذلك، إذا كان لديك صفقة طويلة الآجل على العقود الآجلة لستاندرد اند بورز ٥٠٠ ولكن غير متأكد من كيفية رد فعل الأسواق قادم معين، يمكنك تغطية هذا الموقف مع الذهب من خلال اتخاذ مواقف طويلة في وقت

واحد على الذهب كذلك. بهذه الطريقة، إذا بدأ الموقف طويل الآجل للعقود الآجلة لستاندرد اند بورز ٥٠٠، يمكنك تعويض هذه الخسائر مع المواقف الطويلة الآجل على الذهب.

الخطر هنا هو أنه إذا استمرت العقود الآجلة لستاندرد اند بورز ٥٠٠ في الارتفاع، في هذه الحالة الموقف الطويل على الذهب سيبدأ بالتحرك إلى خسارة. هذا يقودنا إلى النقطة التالية التي تتمثل في استخدام أدوات مالية مختلفة للتعويض عن الخسائر. يظهر على الرسم البياني أدناه التصوير المرئي لهذين السوقين المتحركين مع وجود علاقة سلبية.



(P (Blue) v/s Comex Gold (Black&E-Mini S

يمكن للتجار أيضا استخدام استراتيجيات ارتباط في أسواق العملات أو الفوركس. على سبيل المثال، أزواج العملات مع الدولار، بسبب تحرك العملة الأساسية في اتجاه مماثل، مثل USDJPY، وUSDCAD، وUSDCHF، في حين أن أزواج العملات مع الدولار وذلك مع تحرك

سعر العملة في الاتجاه المعاكس، مثل EURUSD وGBPUSD وAUDUSD وNZDUSD. يظهر على الرسم البياني أدناه مقارنة مع USDCAD وUSDCAD على القمة، بينما اليورو مقابل الدولار الأميركي والجنيه الإسترليني مقابل الدولار هي في القاع.



USDCHF, USDCAD v/s EURUSD, GBPUSD

باستخدام هذا النهج من ارتباط العملة، يمكنك التعويض عن موقف خاسر في زوج عملة واحدة عن طريق اتخاذ الموقف المعاكس في زوج العملة المترابطة سلبيا.

الارتباطات يمكن أن يتم بطريقتين:

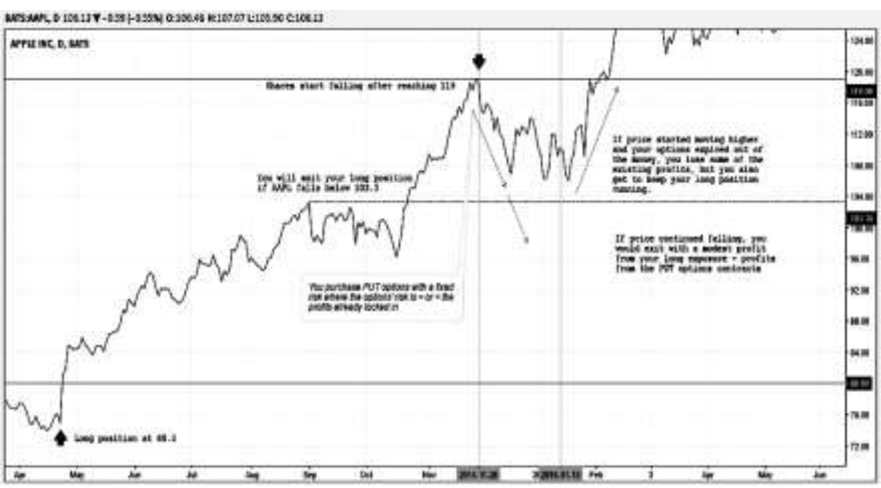
داخل السوق: في هذا النوع من الارتباط، يمكن للتجار اتخاذ مواقف معاكسة للتداول في الأزواج المترابطة سلبيا (على سبيل المثال: اليورو مقابل الدولار الأميركي شراء، الدولار مقابل الفرنك السويسري بيع).

دخول السوق: في هذا النوع من الارتباط يتخذ التجار مواقف معاكسة في الأسواق في الارتباط العكسي. (على سبيل المثال: الذهب شراء، بيع الأسهم).

التحوط مع المشتقات التابعة له:

المشتقات مثل الخيارات الثنائية وتستخدم عادة للتحوط من موقف واحد في الأسواق. يستخدم على نطاق واسع في أسواق الأسهم. مع تداول الخيارات، يرجع ذلك إلى خطر الثابت الذي يقدمه، يمكن للتجار الاستفادة من هذه المعلومات ليكونوا قادرين على تعويض أفضل للمخاطر المحيطة بتداولهم.

على سبيل المثال، إذا كنت قد اشتريت أسهم أبل في البورصة ولكن كنت غير متأكد إذا كانت الأوراق المالية سوف تصل إلى السعر المستهدف الخاص بك وأنت لاحظت وجود خطر من حدوث انخفاض في السعر، يمكنك إما الخروج من الموقف الخاص بك، أو استخدام خيارات للتحوط لحماية موقفك الطويل الأجل.



تحوط الأسهم والخيارات:

يظهر على الرسم البياني أعلاه كيفية استخدام عقود الخيارات للتحوط من موقف في سوق الأسهم. في المثال أعلاه، اشترى تاجر أسهم في شركة أبل بسعر ٨٠.٠ $. وبعد أن ارتفعت الأسعار باطراد، بدأت الأسعار بالتراجع قرب ١١٩ $. هل يجب على التاجر الخروج من الصفقة أو يمكن أن يفعل شيء أفضل من ذلك؟

يقرر التاجر أولا أنه سيخرج إذا انخفضت أسهم أبل أقل من١٠٣.٣$. خيارات البيع هي (الرهان على أن سهم أبل سوف تتداول تحت ١١٩ $ خلال شهر). المبلغ الذي يستثمر في عقود الخيارات (كمية المبلغ المسموح للمخاطرة) سيكون أقل من الأرباح التي تم ربحها بالفعل وهي (١٠٣.٣$ – ٨٠$ = ٢٣.٣$).

إذا واصلت أسهم أبل إلى أقل من ١٠٣.٣ $، يحقق التاجر ربح قدره ٢٣.٣ $ من الموقف طويل الآجل وأيضا تحقيق أرباح إضافية من عقد الخيارات. مع ذلك، إذا واصلت أسهم أبل بالارتفاع فوق ١١٩ $، والخيارات سوف تنتهي خارج هذا المعدل من الأموال، سيخسر التاجر الأموال المستثمرة في خيار البيع، لكنها ستكون قادرة على الاستمرار في الموقف طويل الآجل في أبل، والتي تتداول الآن فوق ١١٩ $.

يوضح هذا المثال شكل متقدم من التحوط الذي يستخدم في مختلف الأسواق من أجل التخفيف من حدة المخاطر.

لماذا يستخدم التحوط؟

تكون طرق التحوط ايجابية عند تطبيقها بشكل صحيح، حيث تكون عونا كبيرا ولكن بالطبع تأتي مع الكثير من الممارسة. في حين يستخدم التحوط في المقام الأول للحد من المخاطر، ويجب على التجار أن يعرفوا أن تقليل المخاطر، يعني انخفاض الأرباح المحتملة. في أسواق العملات، يمكن للتحوط ان يكون وسيلة للضمان مع إمكانية استرداد الخسائر الناجمة عن موقف خاسر أو على أقل تقدير، تقليل هذه الخسائر.

أفضل تفسير لهذا هو مثال على ذلك:



تحوط EURUSD v/s USDCHF

نفترض أنك أخذت صفقة بيع اليورو مقابل الدولار الأميركي على أساس المتوسط المتحرك الهابط كروس، مع سعر الدخول في الخط الأفقي الأسود. بعد انخفاض عدد قليل من النقاط، يبدأ السعر بالتراجع ويتحرك بشكل أقرب إلى وقف الخسارة عند الخط الأفقي الأحمر.

من الناحية المثالية، هذا يعني خسارة بعض النقاط في موقف بيع اليورو مقابل الدولار الأميركي.

مع التحوط، يمكنك اتخاذ موقف شراء على الدولار الأمريكي مقابل الفرنك السويسري والخروج من السوق من أجل استرداد النقاط المفقودة من موقف بيع اليورو مقابل الدولار الأميركي.

كما ترون من فوق، يمكن ان تكون تجارة خاسرة على اليورو مقابل الدولار الأميركي، ويمكن الآن أن تتحول إلى صفر خسائر مع موقف البيع التحوطي على الدولار الأمريكي مقابل الفرنك السويسري. الخطر هنا هو أن الأسعار قد تنعكس في منتصف الطريق، وتستمر في الانخفاض في زوج اليورو مقابل الدولار الأمريكي، في هذه الحالة ستكون قد خرجت من موقف بيع الدولار مقابل الفرنك السويسري التحوطي. هذا يعني أن مستويات جني الأرباح الخاصة بك في اليورو مقابل الدولار الأميركي سوف تحتاج إلى أن توضع في مستوى الأسعار حيث تتعافى الصفقة الخاسرة من الدولار مقابل الفرنك السويسري أيضا.

تبين الطرق المذكورة في هذه المقالة إمكانية استفادة العديد من التجار بطرق مختلفة من التحوط من أجل تقليل المخاطر في صفقة قائمة.

في حين يبدو أن ذلك بسيط بما فيه الكفاية، لكنك تحتاج إلى فهم كيف تتصرف الأسواق وأيضا التأكد من أن مواقفك في التداول، بما في ذلك مستويات وقف الخسارة أو جني الأرباح يجب أن تكون قادرة على إلغاء الخطر من الصفقات الأخرى.

الفصل الخامس
تحـوط الـمحـاسـبـة البنكية من تقلبات سعر الصرف

أولاً: مقدمة الفصل :

مع المتغيرات السريعة والمتلاحقة في التصنيع وتقنية المعلومات واتساع التجارة الدولية و أسواق المال، فقد أدى ذلك إلى نمو المؤسسات ذات الجنسيات المتعددة على مستوى العالم، وهذا المناخ الاقتصادي يزيد من احتياج تلك المؤسسات لحماية نفسها تجاه مخاطر تقلبات سعر الصرف.

وفى خلال العقدين الماضيين ظهرت الكثير من الأدوات المالية الحديثة لمساعدة تلك المؤسسات للتعامل مع مخاطر تقلبات سعر الصرف ويمكن القول بأن عقود الصرف الآجلة تعتبر احد أهم تلك الأدوات المالية الحديثة التي تستخدم بهدف مواجهة مخاطر التقلبات في سعر الصرف.

عقود الصرف الآجلة :-

١/١ الأدوات المالية وعقود الصرف الآجلة:

مع حداثة هذه الأدوات المالية الجديدة على دنيا الأعمال، و اختلاف طبيعتها عن الأدوات المالية المتعارف عليها (التقليدية) فلقد أطلق عليها أكثر من اصطلاح للتعبير عنها، و من أهم هذه المصطلحات المشتقات المالية Derivatives، وسائل مالية حديثة New Financial Instruments و الابتكارات المالية Financial innovation.

وإذا نظرنا إلى طبيعة المشتقات المالية، لوجدنا أنها لا تمثل أدوات مالية أصلية أو قائمة بذاتها، و إنما تم اشتقاقها من أدوات مالية أخرى قائمة بالفعل (الأدوات التقليدية). ويترتب على هذه العلاقة الفريدة أن يصبح استمرارية الأدوات المشتقة مرتبط ببقاء الأداة التقليدية.

٢/١ عقود الصرف الآجلة:

تمثل عقود الصرف الآجلة حالة خاصة من العقود الآجلة، فالعقود الآجلة هي احد المشتقات المالية التي تستخدم لتوفير الحماية ضد مخاطر التقلبات في سعر الصرف أو أسعار الفائدة أو أسعار السلع أو الأسعار بصفة عامة، كم تتميز بكونها عقود شخصية يتفاوض من الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية، التي قد لا تلاءم غيرهما، **وتتمثل الأركان الرئيسية لعقد الصرف الآجل في:**

١- تحديد نوع وكمية العملة الأجنبية مجال التعاقد.

٢- تحديد سعر التنفيذ أي سعر الصرف الآجل الذي يتم الاتفاق عليه لتنفيذ العقد.

٣- تحديد التاريخ الآجل لتنفيذ و إتمام العقد.

٤- تحديد ما إذا كان هناك خيارات في تنفيذ العقد.

٣/١ مخاطر الصرف الأجنبي:

مع ازدياد الصفقات والمعاملات بعملات أجنبية في طل تقلبات أسعار الصرف، مما يؤدى إلى تعرض العمليات التي تقوم بها الوحدات الاقتصادية لمخاطر الصرف الأجنبي والتي يعرفها البعض (عاشور، ١٩٩٥) بأنها: (الأثر السلبي الذي يمكن إن تتركه التقلبات في سعر

صرف العملات الأجنبية بالنسبة لقيمة عملة الدولة على صافى أصول الشركة التابعة والقيمة الحالية للتدفقات النقدية في المستقبل).

٤/١ التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي:

إن استخدام أساليب الحماية ضد مخاطر التقلبات في سعر الصرف الأجنبي تكون في الوقت السابق لوقوع المخاطر وليس بعدها حيث يكون الوقت المناسب لاتخاذ قرار بالحماية من تلك المخاطر، وهذا ما يبرز أهمية التفرقة بين (مخاطر الصرف الأجنبي) و بين (التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي)، **ويتم تقسيم التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي إلى ثلاث أنواع:**

١/٤/١ تعرض المعاملات لمخاطر الصرف الأجنبي:

وينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة دخول الشركة في صفقات أو تعهدات أو اتفاقات بعملة أجنبية، مما ينطوي على وجود التزام أو حق نقدي يجب سداده أو تحصيله في فترة لاحقة باستخدام عمله تختلف عن عملة إعداد القوائم المالية. وينشأ التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي خلال الفترة ما بين نشأة الصفقة ويظل قائماً حتى تتم التسوية النقدية للصفقة ليضع قيم الأصول و الالتزامات بالعملة الأجنبية إمام مخاطر التقلبات في سعر الصرف الأجنبي.

٢/٤/١ تعرض الترجمة لمخاطر الصرف الأجنبي:

ينشأ هذا النوع من المخاطر عند ترجمة القوائم المالية للفروع والشركات الأجنبية التابعة من عملة إعداد القوائم المالية، إلى عملة إعداد القوائم المالية المدمجة. و تتعرض الشركات إلى هذا النوع من المخاطر عادة في تاريخ إعداد القوائم المالية عندما يختلف سعر الصرف المستخدم في ترجمة القوائم المالية للشركة التابعة عن نظيره التاريخي.

٣/٤/١ التعرض الاقتصادي لمخاطر الصرف الأجنبي

.Economic Exposure

ويمكن في حساسية هيكل التكاليف و الإيرادات للتغيرات المفاجئة في سعر الصرف الأجنبي، مع عدم توافر المرونة الكاملة التي تمكن أسعار البيع من الاستجابة الفورية و الكاملة لتلك التغيرات.

٥/١ عقود الصرف الآجل وإستراتيجية الحماية من المخاطر

أحد أهم استخدامات المشتقات المالية بصفة عامة، وعقود الصرف الآجلة بصفة خاصة هو تجنب مخاطر تحصيل حق أو الوفاء بالتزام بالنقد الأجنبي في تاريخ محدد، حيث باستخدام عقد الصرف الآجل يمكن:

١- تحويل مخاطر تقلبات أسعار الصرف إلى جهات أخرى متخصصة تكون قادرة على التنبؤ بتقلبات السوق بشكل دقيق وتتحمل خسائرها.

٢- أن تحقق من عقود الصرف الآجل أرباحاً تعوض خسائر تقلبات أسعار الصرف (وهو ما يعرف بعملية الـ Offsetting).

مما سبق يتضح أن الوحدات الاقتصادية التي تتعامل بعملات أجنبية تتعرض لمخاطر الصرف الأجنبي نتيجة التقلبات غير المتوقعة في معدلات الصرف الأجنبي، و أن التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي قد يكون تعرض معاملات أو تعرض محاسبي أو تعرض اقتصادي، إلا انه يمكن تدنيه الآثار السلبية لمخاطر الصرف الأجنبي باستخدام أساليب الحماية اللازمة مثل عقود الصرف الآجلة والتي تمثل أحد أهم المشتقات المالية التي تميزت في هذا المجال.

المبحث الثاني
مشاكل المحاسبة عن عقود الصرف الآجلة لأغراض التغطية

١/٢ المشاكل المحاسبية الناجمة عن استخدام عقود الصرف الآجل

هناك تعارض يتمثل في شيوع استخدامها مع إهمال الإفصاح عنها مما يؤثر سلبياً على القدرة الإخبارية للقوائم المالية، وهذا ما يستلزم ضرورة وضع إطار متكامل للمحاسبة من عقود الصرف الآجل كأحد المشتقات المالية ويجب أن يتضمن الإطار المقترح حلولاً فعاله لقضايا رئيسية، **وتتمثل تلك القضايا في الأتي:**

١- الاعتراف المحاسبي Recognition

٢- القياس والتقييم المحاسبي Measurement

٣- الإفصاح ومتطلباته Disciosure

<u>٢/٢- الاعتراف:</u> Recognition

يثور الجدل حول إمكانية الاعتراف بتلك العقود كأصول أو خصوم داخل المحتوى الإخباري للقوائم المالية في ظل الطبيعة الخاصة لها؟ و إذا افترضنا أنه يجب الاعتراف بها كأصول أو خصوم داخل المحتوى الإخباري للقوائم المالية – فما هو التوقيت الزمني لهذا الاعتراف؟

ويظهر التراث الفكري المحاسبي شبة إجماع على انه يصعب أن ينطبق على تلك العقود تعريف احد عناصر القوائم المالية، ومن ثم نواتجها من ربح أو خسارة.

ويرى الباحث أن ما ينطبق على عقود الصرف الآجلة كأحد المشتقات المالية، ينطبق على نواتجها من أرباح أو خسائر، مما يلقى بظله على مدى دقة قائمة الدخل.

٣/٢ القياس: Measurement

القياس مفهوم يتحدد على أساسه القيمة التي يتم بها تسجيل كل عنصر من عناصر القوائم المالية، ويعتبر القياس مرحلة رئيسية في المحاسبة. ولقد ظهر الكثير من الطرق و البدائل للقياس، في محاولة لمعالجة مشاكل القياس الناجمة عن الممارسة العملية، و يمكن تبويب المحاولات المتعددة في هذا الشأن إلى أربعة مدارس فكرية أو اتجاهات أساسية (حسنين، ١٩٨٥) **هي:**

١- الدراسات التقليدية أساسها التكلفة التاريخية.

٢- القياس على أساس الأسعار الجارية (أسعار السوق).

٣- القياس باستخدام الأرقام القياسية.

٤- القياس على أساس القيم الحالية.

وفى وسط هذا الجدل الشديد، تظهر المشتقات المالية بشكل عام وعقود الصرف الآجلة بشكل خاص لتشكيل احد المشاكل الأساسية التي تعترض القياس بمفهومه و أدواته التقليدية، **و يمكن عرض هذه المشاكل في الأسئلة التالية:**

- كيف يتم قياس عقود الصرف الآجلة في إحدى المشتقات المالية ذات الطبيعة الخاصة؟

- هل يجب أن تخضع لنفس القياس المحاسبي الذي تخضع له الأدوات المالية الأساسية؟ هل تخضع تلك العقود للقياس التقليدي؟

٤/٢ الإفصاح : Disclosure

الإفصاح مفهوم يتحدد على أساسه المعلومات الواجب التقرير عنها في القوائم المالية أو في ألإيضاحات المتممة لهذه القوائم، وإذا كان تقديم المعلومات يتم لأغراض متعددة من بينها اتخاذ القرارات المختلفة بواسطة مستخدمين متعددين ومتنوعين، فان الإفصاح يجب أن يتم إسنادا إلى معايير القواعد معينه، **ويمكن عرض أهم تلك المعايير في التساؤلات التالية:**

- من الذي يتم من اجله الإفصاح عن هذه المعلومات؟ وما هو غرض المعلومات؟

- ما هو حجم المعلومات التي يتم الإفصاح عنها؟

والسؤال الآن: كيف يمكن التقرير عن عقود الصرف الآجل كأحد المشتقات المالية، وما يترتب عليها من مكاسب أو خسائر في القوائم المالية المنشورة؟

وبالرغم من أنه في ظل غياب معايير محاسبية محددة و واضحة للمحاسبة عن المشتقات المالية فإن المنشات تعتمد في المعالجة المحاسبية على الاتجاهات العامة و المفاهيم الأساسية لإعداد القوائم المالية، ومن ثم فانه يلزم على الأقل الإفصاح عن تلك المشتقات كملاحظات توضيحية مرفقة بالقوائم المالية و ذلك للإفصاح عن معلومات مالية لا تظهرها القوائم المالية، رغم أهمية تلك المعلومات للحكم على أداء المنشأة ومركزها المالي.

ولذلك فإن الباحث يرى أن الإفصاح الكامل لن يتحقق للمنشات المالية إلا في حالة وجود إطار محاسبي متكامل من حيث الاعتراف والقياس والإفصاح.

٣/٥/٢ أسباب عدم وجود إطار محاسبي متكامل لعمليات التغطية:

يخلص الباحث من العرض السابق إلى أنه يمكن حصر الأسباب التي تمكن وراء عدم وجود إطار محاسبي متكامل للمحاسبة عن عقود الصرف **الآجلة بصفة خاصة و المشتقات المالية بصفة عامة في:**

١- اتساع وانتشار التعامل في هذه المشتقات مع تطورها بصورة سريعة ومتلاحقة.

٢- الصعوبة والتعقيد والطبيعة الخاصة التي يتسم بها التعامل في المشتقات المالية، وانعكاساته على المعالجة المحاسبية.

٣- عدم قدرة المعايير المحاسبية على ملاحقة التطورات السريعة في المشتقات المالية، وتقديم الحلول الملائمة للمشاكل التي تفرزها.

٤- التمسك بالمحاسبة التقليدية في التعامل مع هذه الوسائل المالية الحديثة.

المبحث الثالث

تحليل و تقييم الطرق المحاسبية الشائعة

١/٣ طرق المحاسبة الشائعة عن عقود الصرف الآجلة:

يمكن حصر أهم طرق المعالجة المحاسبية لعقود الصرف الآجلة كأحد **المشتقات المالية في ثلاث طرق:**

طريقة التأجيل، طريقة القيمة السوقية المعلاة، ثم الاتجاه إلى اعتناق قاعدة القيمة العادلة، **و نتناولهم بالشرح:**

١/١/٣ طريقة التأجيل: Deferral Method

تعالج هذه الطريقة المشكلة المحاسبية المتمثلة في وجود تذبذب و عدم توازن في رقم الأرباح والخسائر، و الذي ينتج في جميع الأحوال نتيجة قياس مكونات التغطية بطرق مختلفة، مما ينتج عنه عدم الاعتراف بالأرباح والخسائر على مكونات التغطية في نفس الفترة، حيث تقوم على تأجيل الاعتراف بالمكاسب و الخسائر على أداة التغطية –عقد الصرف الأجل – من التوقيت الذي تحدث فيه إلى توقيت الاعتراف بالمكاسب و الخسائر على البنود المغطاة.

٢/١/٣ طريقة القيمة السوقية المعلاة: Mark – to – Market

تقوم طريقة القيمة السوقية المعلاة على أساس قياس كل من عناصر التغطية و أداة التغطية – بالأسعار السوقية الجارية، على أن يتم الاعتراف بالمكاسب و الخسائر على كل من مكونات التغطية بالقوائم المالية في وقت حدوث تغير في أسعارها، **و يرى الباحث أن هذه الطريقة قد حققت أكثر من هدف:**

١- تمثل أحد الحلول لمشكلة تذبذب و عدم التوازن في الإرباح و الخسائر.

٢- لم تتمسك هذه الطريقة بمبدأ التكلفة التاريخية و الجدل القائم حولها.

٣/١/٣ الاتجاه إلى تطبيق قاعدة القيمة العادلة: Fair Value

تعرف القيمة العادلة بأنها (القيمة الجارية التي يمكن على أساسها تبادل الأدوات المالية بين الأطراف المختلفة)(FASB ،١٩٩١)، و يمكن القول أن قاعدة التكلفة التاريخية أو التكلفة أو السوق أيهما اقل يصعب الاعتماد عليهما كأساس للمحاسبة عن الأوعية و الأدوات المالية المستخدمة في تغطية المخاطر نظراً لعدم اعترافهما بالأرباح الناتجة عن تقلبات الأسعار – سواء أسعار الفائدة أو أسعار الصرف وتأجيلها إلى الفترة التي تحقق فيها هذه الأرباح فعلاً.

٢/٣ إصدارات الهيئات المهنية المتخصصة:

١/٢/٣- مجلس معايير المحاسبة الأمريكية:

أصدر المجلس المعيار رقم ١٣٣ في ١٩٩٨ بعنوان (المحاسبة عن المشتقات المالية و أنشطة التغطية) والذي عالج فيه نقاط الضعف في المعايير السابقة له في هذا الشأن، و يقوم الباحث بعرض المعالجات المحاسبية وفق المعايير الأمريكية أرقام ٥٢ بعنوان (ترجمة العملات الأجنبية)، ٨٠ بعنوان (المحاسبة عن العقود المستقبلية) و المعيار الدولي رقم ٢١ بعنوان (الآثار الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف) لعقود الصرف الآجلة، في الجدول الأتي (مصطفى، ١٩٩٦، ص ٣٥٢)، ثم يعرض الباحث للمعيار الجديد رقم ١٣٣.

معالجة نواتج عقود الصرف الآجلة وفقاً للمعيار ٥٢، ٨٠، ٢١

نوع الخطر	معالجة الأرباح أو الخسائر	معالجة العلاوة أو الخصم
تغطية مخاطر الصفقات	يتم إدراجها في قائمة الدخل وأخذها في اعتبار عند قياس الدخل .	يتم استهلاكها في الدخل على مدار سنوات العقد حيث تحسب نصيب السنة من العلاوة أو الخصم ويتم أدارج نصيب السنة من العلاوة ضمن الإيرادات ونصيب السنة من الخصم ضمن المصروفات
تغطية مخاطر الترجمة أو تغطية صافى استثمار في أجنبية	يتم إدراج الإرباح و الخسائر كبند مستقل في قسم حقوق الملكية.	تدرج كبند مستقل في قسم حقوق الملكية بالميزانية أو يتم استهلاكها في الدخل خلال سنوات العقد

تغطية تدفقات نقدية متوقعه مستقبلا (مخاطر اقتصادية)	تؤجل لحين حدوث الصفقات و تعتبر تعديلا في تكلفة الصفقة مع مراعاة أن ما يتم تأجيله يكون محدوداً بمقدار الصفقة المتوقع إتمامها فإذا كانت قيمة العقد اكبر من القيمة المتوقعة للصفقة تدرج الأرباح والخسائر المتعلقة بالزيادة في قيمة العقد عن قيمة الصفقة في الدخل الجاري.	إما إن تؤجل لحين حدوث الصفقة و تستخدم في تعديل قيمتها، أو يتم استهلاكها في الدخل الجاري على حسب مدة العقد

المعاجلة المحاسبية للمشتقات المالية وفق المعيار رقم ١٣٣:

قسم المعيار المعالجة المحاسبية الخاصة بالمشتقات المالية التي تم تخصيصها كغطاء إلى ثلاث أقسام، **كما يلي:**

١- المشتقات المالية المصممة كغطاء ضد التعرض لمخاطر التغيرات في القيمة العادلة للأصول أو الالتزامات المعترف بها بالقوائم المالية فعلاً.

٢- المشتقات المالية المخصصة كغطاء ضد التعرض لمخاطر التغير في التدفقات النقدية الناتجة عن أصول أو التزامات معترف بها فعلاً أو بالنسبة لعملية متوقعة.

٣- المشتقات المالية المخصصة كغطاء ضد التعرض لمخاطر العملات الأجنبية، **والتي تمثل جوهر البحث و قد تناوله المعيار كالتالي:**

- يتأسس الاعتراف بالمشتقات المالية في القوائم المالية كأصول أو خصوم على الحقوق والالتزامات المترتبة عليها.

- يتم قياس المشتقات المالية على أساس القيمة العادلة.

- بالنسبة للمكاسب والخسائر الناتجة عن المشتقات المالية تتم **المحاسبة عنها كالأتي:**

أ- المكاسب أو الخسائر الناتجة عن التغير في القيمة العادلة للمشتقات المالية الغير مخصصة لان تكون أداة تغطية، يتم الاعتراف بها في الدخل الجاري.

ب- بالنسبة للمعالجة المحاسبية للمكاسب والخسائر الناتجة عن المشتقات المالية المخصصة كغطاء ضد التعرض لمخاطر العملات الأجنبية، **يتم تقسيمها إلى ثلاثة أقسام:**

أولاً: المحاسبة عن تغطية القيمة العادلة:

- المكاسب أو الخسائر على الأداة المشتقة بهدف تغطية اتفاقية مؤكدة بعملة أجنبية يتم الاعتراف بها في الدخل الجاري مع ما يقابلها من المكاسب أو الخسائر على العنصر المغطى، و ذلك في نفس الفترة المحاسبية.

- المكاسب أو الخسائر على الأداة المشتقة بهدف تغطية أوراق مالية متاحة للبيع، مع ما يقابلها من مكاسب أو خسائر على أداة التغطية، يتم الاعتراف بها في الدخل الجاري في نفس الفترة المحاسبية.

ثانياً: المحاسبة عن تغطية التدفقات النقدية:

- يتم الاعتراف بالمكاسب و الخسائر في حدود الالتزام الذي يفي به العقد الآجل كأحد مكونات الدخل الشاملة، ثم يعاد تصنيف تلك المكاسب أو الخسائر كأحد عناصر الدخل في نفس الفترة أو في الفترات التي تؤثر خلالها العملية المتوقعة في الدخل.

ثالثاً: المحاسبة عن تغطية صافى الاستثمار في كيان أجنبي:

- يتم التقرير عن المكاسب و الخسائر في الدخل الشامل و ذلك في حدود الالتزام الذي يفي به العقد الأجل.

٢/٢/٣ لجنة معايير المحاسبة الدولية:

أصدرت اللجنة مسودة الاستطلاع رقم ٤٠ بشأن ذلك، ثم أصدرت مسودة الاستطلاع الثانية رقم ٤٨ في يناير ١٩٩٤ كتعديل للمسودة الأولى، **و لقد قسمت لجنة معايير المحاسبة الدولية مشروعها إلى قسمين:**

الأول: يبدءا بالإفصاح وعرض البيانات المالية للأدوات المالية.

الثاني: يهتم بمواضيع الاعتراف والقياس ومحاسبة التغطية للأدوات المالية.

وفيما يختص بالقسم الأول فقد أصدرت اللجنة المعيار رقم ٣٢ و ذلك في مارس ١٩٩٥ بعنوان الأدوات المالية – الإفصاح و العرض، و فيما يختص بالقسم الثاني من المشروع فقد أصدرت اللجنة المعيار رقم ٣٩ و ذلك في مارس ١٩٩٩ و كان بعنوان: (الأدوات المالية: الاعتراف و القياس).

الفصل السادس
دور التحوط في المحاسبة المالية ومضاربة المؤسسات العاملة

المبحث الأول: منهجية البحث:

أولاً: المشكلات المواجهة لدراسة المحاسبة الهندسية المالية :

تواجه منشات الأعمال ومنها الشركات الخاصة للإنتاج الحيواني والزراعي منافسة كبيرة مع غيرها العاملة في قطاع الزراعة والإنتاج الحيواني نفسها، وما زاد من حدة المنافسة انفتاح القطر على البيئة الدولية والعالمية حيث المنشات المعتمدة في تنفيذ أنشطتها المالية وغير المالية على تقنيات متطورة كثيرا تفتقر إليها الشركات العراقية المعتمدة في ممارسة أنشطتها على آليات متقادمة كثيرا لا يمكن لها دعم الشركات وجعلها في محط المنافسة الدولية، الأمر الذي يستلزم منها اعتماد برامج عمل متطورة وتقنيات مالية حديثة، منها المحاسبة الهندسية المالية وأدواتها المشتقة، فالتحوط الذي يجعل من هذه الشركات في وضع مالي امن أمام هذه المنافسة الخارجية والتحديات، كما وتمكن المضاربة المستثمر من تحديد الفرص الاستثمارية والإحاطة بها للإفادة وتحقيق الأرباح منها ضمن إستراتيجية المضاربة ، كما يشجع المستثمر لاغتنام الفرص الاستثمارية المختلفة الناجمة عن التقلبات المستمرة في أسعار الأدوات المالية على اختلاف أنواعها .

ثانياً: أهمية المحاسبة الهندسية المالية :

تأتي أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي يتناوله المتمثل بأدوات المحاسبة الهندسية المالية وكيفية تطبيقها في قطاع حيوي مهم يتمثل بقطاع الشركات الخاصة للإنتاج الحيواني والزراعي العراقية، بهدف تغطيته من المخاطر المالية وجعلها في أدنى مستوياتها، لما لذلك من أهمية كبيرة في المحافظة على وضع الشركة، ومن ثم نموه وتوسعه كثيرا بتحقيق أقصى ما يمكن من العوائد بأقل درجة من المخاطرة، بالشكل الذي يظهر إيجابا على سعر السهم ومن زيادة القيمة السوقية للشركة .

وتبرز أهمية الدراسة أيضا، من إنها تمثل أولى المحاولات التي لم تسبقها دراسة محلية مماثلة بخاصة فيما يتعلق بجوانب أدوات المحاسبة الهندسية المالية كافة وما ينطوي عليه من استراتيجيات مهمة تخدم واقع شركات الإنتاج الحيواني والزراعي باعتماد إستراتيجيتي التحوط والمضاربة وما تتضمنه من أدوات وتقنيات حديثة بالشكل الذي يمكن معه القول بان الدراسة قد اشتملت على جميع نواحي ومتغيرات أدوات المحاسبة الهندسية المالية بالشكل الذي يظهر الصورة الواقعية للشركات المبحوثة، والابتعاد عن كل ما هو وصفي وما يتضمنه من جوانب عديدة من القصور كالتي اعتمدتها بعض الدراسات السابقة .

ثالثاً: هدف المحاسبة الهندسية المالية :

يسعى البحث إلى تحقيق هدف أساس يتمثل بتطبيق استراتيجيات التحوط والمضاربة في بيئة الشركات الخاصة للإنتاج الحيواني والزراعي العراقية من خلال توظيف أدوات المحاسبة الهندسية المالية، **وتتفرع عن هذا الهدف المهام البحثية الآتية:**

١– توضيح المفاهيم والأدبيات الخاصة بالمحاسبة الهندسية المالية وأدواتها المتمثلة بالعقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات واستراتيجيات التحوط والمضاربة .

٢- توضيح النماذج والأساليب الرياضية المتقدمة في تحديد العقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات وكيفية اعتماد استراتيجيات التحوط والمضاربة في بيئة السوق الشركات العاملة.

٣ – توضيح اطر وافتراضات عملية من شانها الإسهام في تطبيق الجوانب النظرية المذكورة في البيئة المحلية .

٤- اعتماد النماذج الرياضية المتقدمة في تقويم أدوات المحاسبة الهندسية المالية ضمن نماذج فرعية تكميلية.

رابعاً: مجتمع البحث :

اعتمد البحث مجتمع دراسة يتمثل بقطاع شركات الإنتاج الحيواني والزراعي المساهمة الخاصة، الذي يتكون من (٦) شركات وهي : الحديثة للإنتاج الحيواني ، الأهلية للإنتاج الزراعي، الشرق الأوسط للأسماك، العراقية لإنتاج البذور، إنتاج وتسويق اللحوم و تسويق المنتجات الزراعية .

المبحث الثاني
الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم المحاسبة الهندسية المالية وأبعادها:

شهد حقل الإدارة المالية في السبعينات والثمانينات من القرن العشرين على الصعيد الفكري والأكاديمي تطورا سريعا نتج عنه إضافة معرفية معاصرة كبيرة جدا تمثلت بظهور المحاسبة الهندسية المالية كأداة مناسبة لإيجاد وتطوير مجموعة من ألأدوات المالية الجديدة والحلول المبتكرة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف التي تمتاز بالتعقيد وسريعة التغيير التي تتسم بها الأسواق في الوقت الحاضر(العامري، ٢٠١٣: ٥٨٥) فضلاً عن زيادة حالة عدم التأكد التي تعني زيادة المخاطرة التي تواجهها هذه المنشات ، كما تركز فلسفة المحاسبة الهندسية المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى الإرباح بأقل مخاطرة، ومحاولة التغيير في الأدوات المالية وتعديلها لاجتناب المخاطر وزيادة العائد، ونظرا لحاجة المنشات ولاعتبارات الكفاية الاقتصادية، فهي مفهوم جديد في عالم المال لذلك تحتاج المنشات دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، مع توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات الأسواق المالية (ألعارضي، ٢٠١٣: ٥٠٢).

وفي هذه المدة بالذات التي شهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد المالية إلى السوق المالي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فإن ذلك يفرض ضغوطا تنافسية حادة قد تكون غير متكافئة بالنسبة للمنظمات وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية

والمالية. (العامري،٢٠١٠: ٥١٧) ولكون المحاسبة الهندسية المالية بنفس الوقت مفهوم قديم الجذور،لكنه يبدو حديث بشكل نسبيا من حيث التخصص في المجالات الواسعة ولأنها تشير دوما إلى التعرف بأنها (التصميم والتطوير وتطبيق الأدوات المالية التي يتم استعمالها في التعاملات المالية الخاصة بشان المنشات المالية) فلذلك يستدعي بالضرورة تطوير أدوات مالية مستحدثة تضمن للمنشات قدرا من المرونة ونصيبا سوقيا واسعا يساعدها على الاستمرار بفعالية.للحماية من مخاطر تقلب الأسعار أو أسعار الفائدة أو مؤشرات الأسهم التي تشهدها اليوم بيئة الأعمال.

(الراوي، ٢٠٠٩: ٨٤) وعرفت المحاسبة الهندسية المالية تعاريف عديدة من مجموعة من الباحثين عارضين مضمونها لتكون واضحة المعاني والدلالات ليتم تطبيقها في المنظمات المالية ولاستيعاب تنفيذ أدواتها بادراك واضح لذلك عرفت المحاسبة الهندسية المالية بأنها (التصميم والتطوير لأدوات مالية وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل) ، **ويشير التعريف إلى أن المحاسبة الهندسية المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة:**

١- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان.

٢- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري بوساطة الشبكة العالمية والتجارة الالكترونية.

٣- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان.

ثانيا: المشتقات المالية:

شهد حقل الإدارة المالية في السبعينات والثمانينات من القرن العشرين على الصعيد الفكري والأكاديمي والواقع العملي تطوراً هائلاً وسريعاً نتج عنه، إضافة معرفية معاصرة كبيرة، إذ تطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه، والمشتقات وهي الإقبال المنقطع النظير على (الأدوات المالية المشتقة) وتمثل المشتقات المالية (Financial Derivatives) ظاهرة برزت ملامحها في الأسواق المالية العالمية وتتمثل بقبول واسع ومفهوم يدعى بالأدوات المالية المشتقة أو المشتقات ونظرا لاعتبار المشتقات المالية من أهم التطورات الرئيسة في أسواق المال وتطورت بالربع الأخير منه بشكل ملحوظ لذلك فالمشتقات هي أدوات تستعملها المؤسسات المالية للحد من المخاطر التي تتعرض لها (Ross et al, ٢٠٠٨: ٧١٤).

ويمكننا توضيح تعريف المشتقات بأنها أدوات مالية مشتقة، بمعنى انه ليس لها قيمة في ذاتها وإنما تستمد قيمتها من الأصول محل التعاقد. والأصول التي تكون موضوع العقد تتضمن أصول حقيقية مثل (المنتجات الزراعية،المعادن...الخ) أو أصول مالية مثل (الأسهم، السندات، العملات، مؤشرات الأسواق....الخ.

وقد نشأت المشتقات من علم الرياضيات وهي تشير إلى متغير يشتق من متغير أخر (Gangadhar&Rameshbabu,٢٠٠٦:٤٣٨) ، وتقوم المحاسبة الهندسية المالية على أساس استعمال المشتقات في أدارة المخاطر وتحقيق العوائد المناسبة وتلبية احتياجات المستثمرين،لأنها تعطي المستثمر فرصة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من استبدال موجود معين بموجود أخر بسعر محدد وفي موعد أو قبل موعد محدد في المستقبل (Alton,٢٠٠٩:٢٣) ، وقد أسهمت في حل العديد من المشاكل المتعلقة بالاستثمار والأسواق المالية من خلال تنويع الأدوات المالية

المتاحة للتداول ومن ثم تخفيض الكلف والمخاطر، ويمكن استعمال المشتقات أيضا لتخفيض المخاطر والوقاية والأمان والمضاربة والاستثمار، كما أن أسعارها تتغير تبعا لتغير أسعار الموجودات الرئيسة التي اشتقت منها، ويكون تداولها في الأسواق المالية المنظمة والأسواق الموازية.

والمشتقات المالية هي عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتتنوع هذه العقود على وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها (ألخوري، ٢٠٠٧: ٤)، وتخول المشتقات لحاملها الحصول على سلسلة من المدفوعات النقدية في مرحلة أو وقت محدد في المستقبل من البائع وربما في بعض الأحيان يتم تسليم أصل بدلا من الدفع النقدي(Chyi& Ming, ٢٠١٠: ١٥١)، **وتتكون المشتقات من مجموعة من الأدوات المالية التي يحاول البحث التطرق إليها بشيء من التفصيل وكالاتي :**

أ: العقود الآجلة:

العقود الآجلة هي الاتفاق الملزم ببيع أو شراء أصل قد يكون ماديا طبيعيا أو معنويا مثل مؤشرات الأسهم وما شابه ذلك وأحيانا في براءات الاختراع أو تسوق أفكار تفيد في عملية التسويق للمؤسسة ، ويحدد في العقد الآجل سمات وخصائص وكميات الأصل المفترض تسليمه واليات التسليم من حيث الوقت والتاريخ والمكان (Michel,٢٠١١:٢)، والسعر الآجل الذي تم تحديده بالعقد ومتى يتم دفعه ووقت التسليم.

وتتميز العقود الآجلة بأنها ليس لها معايير ثابتة ولا يتم تداولها في البورصات، ويعد اتخاذ المواقف في العقود الآجلة عملية تتساوى بها الأطراف المتعاقدة. (www.alraimedia. com)، وقد يكون الاتفاق بشان العقود الآجلة اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين. (خميسي،٢٠٠٩: ٥)

وغالبا ما تستعمل المصارف والمستثمرون العقود الآجلة لتجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والالتزامات في المستقبل (حنفي، ٢٠٠٩: ٤٨٣)، وبعد ظهور العقود الآجلة في أواخر القرن التاسع عشر في المناطق الزراعية في الولايات المتحدة الأمريكية، بدأ استعمالها في المحاصيل الزراعية أولا، وان الهدف من استعمالها هو إدارة مخاطر أسعار الإنتاج من الدخول في اتفاقيات ثنائية التسليم مثل المحاصيل الزراعية كالحبوب في تاريخ لاحق وبسعر قابل للتفاوض (Davis et al, ٢٠٠٥: ٢٥)،

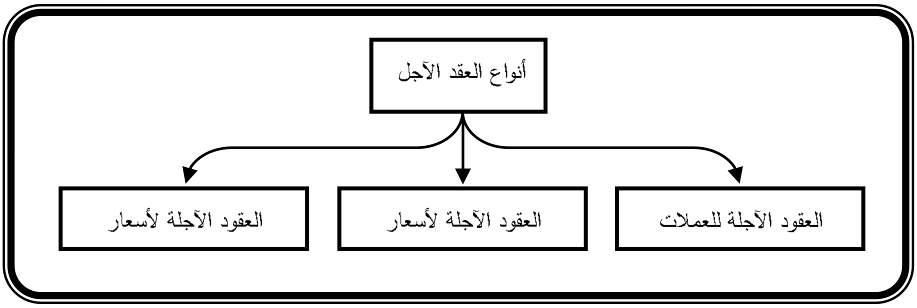
أن العقود الآجلة هي عقود شخصية لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة فضلا عن احتوائها مخاطر ناشئة عن عدم قدرة احد أطراف العقد الأجل على الوفاء بالتزاماته، فالعقد الآجل لن ينفذ كما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن استلام أو تدبير القيمة النقدية التي يحتاجها لشراء الأصل إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل التعاقد، وتتحقق قيمة العقد الآجل عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد ولا توجد نقود يتم تحويلها من طرف إلى أخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد (Madura,Jeff,٢٠٠٨:٥٤-٥٦).

وهناك أنواع مختلفة من العقود الآجلة، ولكن أشهرها ما يأتي: -

العقود الآجلة للعملات: التي تختص ببيع وشراء العملات الأجنبية في البورصات المحلية والعالمية (العامري، ٥٨٨:٢٠١٣).

العقود الآجلة لأسعار الفائدة: التي تختص بالقروض والفائدة على المقترضين لتلك الأموال (Brown,٢٠٠٣: ٩١٥)

العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم: تختص بأسعار الأسهم من قبل المشاركين من أصحاب الأموال المستثمرة بالمشاريع الاستثمارية. والشكل (١) يبين أنواع العقود الآجلة :



شكل (١) أنواع العقود الآجلة

Source: Reilly & Brown. ٢٠٠٣: ٩١٥

أركان العقود الآجلة: Cornerstone of Forward Cotracts

يتكون العقد الأجل من أركان أساس، إذ لا يتم أبرام العقد الأجل في حال غياب احدهما وهي:(www.startimes.com/f.aapxx).

الطرف الأول (مشتري العقد buy of Contract)

وهو الطرف الذي يقوم بدفع المبلغ المتفق عليه في العقد إلى الطرف الثاني في مقابل حصوله على الموجود الأساس (كالأوراق المالية) ، ويتم ذلك في تاريخ التنفيذ المحدد في العقد ويدخل كلا الطرفين في التفاوض على شروط معينة، ويكون بحسب رغبات واحتياجات كلا الطرفين (العامري، ٢٠١٣: ٥٨٧)

* **الطرف الثاني (بائع العقد)** Seller of Contract

وهو الطرف الذي يلتزم بتقديم الموجود الأساس (الأوراق المالية) في التاريخ المتفق عليه والمحدد في العقد مقابل حصوله على المبلغ المتفق عليه من الطرف الثاني(المشتري)،(حماد،٢٠٠١: ١٠٢)،(النجار، ٢٠٠٤: ٢٢٦).

ب: العقود المستقبلية:- **(Future Contracts)**

تعد العقود المستقبلية من أقدم العقود نظرا لتداولها القديم على مر العصور التي ظهرت في دول الوطن العربي ولاسيما في دولة مصر القديمة بوساطة التعامل بها الذي كان يتركز على المحاصيل الزراعية الغذائية الأساس مثل القمح والذرة والقطن والأرز، كذلك ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية القرن العشرين في الأسواق المالية من قبل مجلس شيكاغو، وبداية من سنة ١٩٧٢، إذ اهتمت العقود المستقبلية باذونات الخزينة والعملات الأجنبية من قبل (CME) والتي تعني (Chicago Mercantile Exchange) (العارضي، ٢٠١٣: ٥٠٨)،.

ولذلك فالعقود المستقبلية هي عقود نمطية أو اتفاقية لبيع أو شراء كمية محدد من السلعة ذات نوعية معينة (منتج زراعي أو معادن) لموجودات مالية مثل عملات أو سندات الخزينة في وقت معين وبسعر محدد (معروف، ٢٠٠٣: ١٥٣ – ١٥٤)، وعرفت العقود المستقبلية بأنها (تلك العقود التي تتضمن تسليم أوراق مالية محددة أو بيعها بسعر تم الاتفاق عليه عند توقيع العقد، أو هي عقود بين طرفين احدهما بائع والأخر مشتري بهدف تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه محل التعاقد ويكون دفع الثمن في تاريخ لاحق، عليه فالعقد المستقبلي هو عقد بين طرفين (بائع ومشتري) للتعامل على أصل معين قد يكون ماليا أو غير مالي

ويتحدد في العقد عادة، مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف أو الكمية وطريقة التسليم ومكانه والسعر وطريقة التسديد لمبلغ الأصل، بحيث يتم التفاوض على جميع الأمور بين البائع والمشتري ويلزم العقد الطرفين بإيداع مبلغ ما لا يتجاوز عن (١٠,٥) بالمائة الذي يسمى الهامش المبدئي (Initial Margin) الذي يمثل نسبة ضئيلة من القيمة الاسمية للأصول الخاضعة للعقود المستقبلية لدى الوسيط الذي يتعامل معه عبر بيت التسوية (Clearing House)، وقد يكون في صورة نقدية أو أوراق مالية حكومية مثل اذونات الخزينة والسندات الحكومية،وذلك لإثبات الجدية وحسب القيمة (Good Faith Deposit) أو لحماية احد أطراف التعاقد من المخاطر المتمثلة بعدم وفاء أحد الأطراف عند حدوث خسائر نتيجة لتغيير الأسعار في غير صالح احد أطراف التعاقد، وينبغي استدعاء الطرف الخاسر لإكمال هامش الإيداع بمقدار خسارته المحولة للطرف الآخر، ويتم التعامل بذلك يوميا بما يعني أن هناك تسوية يومية لمركز الطرفين (الخصاونة، ٢٠١١: ٢٢٧) والعقود المستقبلية تعد اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد سلفا.

التسعير في العقود المستقبلية: Futures Prices:

يتنوع التسعير للعقود المستقبلية من حيث درجة التأكد من تغير أسعار الأصول من عدمه ، **وتكون على نوعين هما:** (العامري، ٢٠١٠: ٥٣١)، (ألعارضي، ٢٠١٣: ٥١٣ ــ ٥١٥).

١- الأسعار الحاضرة والمستقبلية: - Future Prices Spotand

من الضروري التفريق بين مفهومين للأسعار هما السعر الحاضر النقدي والسعر المستقبلي فالسعر الحاضر هو سعر الموجود للتداول في السوق الحاضر، وغالبا ما يشار اليه بالسعر النقدي ليعنيان شيئا واحدا هو السعر

المحدد في العقد المستقبلي، وعندما يكونان للسلعة نفسها فانه يطلق على الفرق بسعر الأساس (Basis)، وبالنسبة للسلع القابلة للتخزين يتوقع أن يكون الفرق كاف لتغطية تكاليف التخزين، والفحص، ، والتامين وعائد الفرصة البديلة وغيرها من التكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالسلعة حتى تاريخ تنفيذ العقد وهو ما يطلق عليه نظرية تكلفة الاحتفاظ لأسعار العقود المستقبلية (Micall, ٢٠٠٩: ٣٤٥)، أما أذا كان الفرق في السعر مساواة للتكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالسلعة فانه يطلق عليها بسوق تكاليف الاحتفاظ الطبيعي. **ويمكننا احتساب السعر الأساسي عن طريق المعادلة الآتية:**

Basis= Current Spot Price – Future Price

وغالبا ما يكون الفرق قيمة موجبة يطلق عليها المكافأة Premium أو الأساس الموجبPositive Basis ، وليس من الضروري أن تكون قيمة الأساس اقل من ذلك ويكون ناتج المعادلة سالبا وهنا يطلق عليه بالأساس السالب أو الخصم ويحدث هذا عندما يكون المعروض من السلعة محددا.

ويحدد السعر المستقبلي لمستقبليات السلع على وفق نموذج كلفة الاحتفاظ في ضوء السعر الحاضر (النقدي) للسلعة ولهذه الكلفة، لكن طبيعة التعامل في السوق إذا كان تاما أو غير تام سيضع محددات على نموذج التسعير، وعلى افتراض أن السوق تام فانه يعبر عن نموذج العلاقة بين الأسعار المستقبلية والحاضرة وهذه العلاقة ناجمة عن امتلاك السلعة سعرها النقدي الحالي والاحتفاظ بها لحين الحاجة إلى بيعها مستقبلا بالسعر الحاضر المتوقع في المستقبل، وهذا يعني أن فهم العلاقة ما بين الأسعار الحاضرة والمستقبلية على وفق هذا النموذج يستلزم أولا فهما لهذه الكلفة

التي تتمثل بتكاليف خزن الموجود (السلعة) والتامين والنقل فضلا عن كلفة الفرصة البديلة المتمثلة بالفائدة الضائعة (Interest Forgon) وهذه الفائدة تشير إلى الفائدة الضائعة فيما لو تم استثمار الأموال في الأوراق المالية بدلا من استثمارها في المخزون.

ج: عقود الخيارات:

ولان قيمتها تشتق من قيمة الورقة المالية الأساسية التي أطلق عليها بالخيارات **وهي اتفاق بين طرفين يكون الأول**: مشتري الخيار (buyer)، **والطرف الثاني:** بائع الخيار (Seller)، كما يطلق عليه أيضا محرر الخيار (wireter) يعطي الخيار للمشتري الحق، ولكن ليس الالتزام لشراء أو بيع أصل معين (كان يكون أسهم عادية أو ما شابه ذلك) بسعر محدد في مدة محددة.

أنواع الخيارات Types of Options

تنقسم أنواع الخيارات إلى نوعين هما خيارات الشراء وخيارات البيع:

١. خيارات الشراء (Call option):

تعد خيارات الشراء من أهم أنواع الخيارات وأكثرها شيوعا وتداولا، وتتميز أسواق الخيارات بأنها توفر للمتعاملين على اختلاف أهدافهم وقدراتهم إمكانية دخول تلك الأسواق ومباشرة نمطين من أنماط التعامل (الخصاونة، ٢٠١١: ٢٣١)، وعندما يشتري المستثمر خيار شراء فانه يشتري حقا لشراء الموجود الأساس بسعر ثابت بالمستقبل ، ويقوم المستثمر بذلك إذا توقع ارتفاع سعر الموجود، وبما أن المستثمر الرشيد يحلل الفرص الاستثمارية في ضوء بعدين مهمين هما العائد والمخاطرة (العارضي، ٢٠١٣: ٥٥٦) فان التعامل بالخيار يتيح إمكانية تخفيض

تعرض المستثمر لخسائر كبيرة ناتجة من انخفاض حاد بالأسعار. وبالافتراض إذا كان المستثمر يرغب بشراء سهم معين يتوقع ارتفاع سعره بالسوق المالي، ولكنه يخشى في الوقت ذاته من انخفاض حاد بسعره، لذا فانه يستطيع شراء خيار شراء من سوق الخيارات بدلا من شراء السهم مباشرة من السوق المالي (الجبوري، ٢٠١٢: ٤٤).

وتعد خيارات الشراء أكثر أنواع الخيارات شيوعا إذ يعطي خيار الشراء لمالكه الحق في شراء موجود وفي سعر ثابت في مدة زمنية (Ross,٢٠٠٢: ٦١٣)، أن ميزة الرفع المتاصلة بخيار الشراء تنبع من إمكانية تحقيق مكاسب تعادل دينار واحد لكل ارتفاع مقداره دينار واحد بسعر السهم (المهدي، ٢٠٠٨: ٣٤٥). (على افتراض أن الموجود الأساسي هنا هو السهم) وذلك عندما يكون سعر السهم بالسوق اكبر من سعر التنفيذ، في حين أن المبلغ الذي دفعه للحصول على ذلك الخيار (العلاوة) لا يمثل سوى نسبة لا تتجاوز ١٥ إلى ٢٠ بالمائة من سعر التنفيذ قي تاريخ الاستحقاق فان المستثمر لن ينفذ الخيار وسيخسر كامل رأس ماله المخصص للاستثمار بالخيارات. وتحفز بائع خيار الشراء اعتبارات معاكسة لتلك التي لمشتري الخيار، فهو يتوقع انخفاض سعر السهم بالمستقبل، (الخصاونة، ٢٠١١: ٢٣٣)، ماذا تحققت توقعاته فسيكسب مبلغ العلاوة مما سيرفع من عائد الاستثمار، أما إذا كان بائع خيار الشراء يمتلك الأسهم العادية التي تحرر عليها خيار الشراء فان الخيار يطلق عليه خيار شراء مغطى ويهدف المستثمر من ذلك بالدرجة الأساس إلى توفير حماية جزئية لما يحمله من أسهم عادية ضد مخاطرة انخفاض أسعار الأسهم (السهلي، ٢٠٠٧: ٤٥٣).

٢. خيارات البيع Put Option:

يعطي خيار البيع لحامله الحق في بيع كمية معينة من الأسهم (على افتراض أن الموجود الأساس هو السهم العادي) وبسعر تنفيذ محدد في أي وقت قبل أو في تاريخ الاستحقاق، فلذلك أن المستثمر الذي يشتري خيار بيع يتوقع انخفاض أسعار الأسهم السوقية بالمستقبل كي يقوم بشراء الأسهم لاحقا في مدة العقد بسعر اقل من سعر التنفيذ والسعر السوقي للسهم ناقصا العلاوة المدفوعة. (العامري، ٢٠١٠: ٥٥١) وقد عرف خيار البيع (الدوري، ٢٠١٠: ٣٣٠) على انه خيار يعطي لحامله (مشتري الخيار) الحق ولكن ليس الإلزام ببيع أصل حقيقي (سهم مثلا) بسعر تنفيذ معين وفي تاريخ استحقاق معين.

ومثال على ذلك نفترض أن احد المستثمرين يفكر في أن من المرجح أن ينخفض سعر السهم لشركة (GCC) من مستواه الحالي (٥٣ - ٥٠) دولار في وقت ما خلال الأربعة أشهر القادمة.(الخصاونة، ٢٠١١: ٢٣٢) سوف يعطي خيار البيع الحق في البيع بسعر ثابت حتى بعد هبوط السوق.(Michale,et,al, ٢٠٠٩: ٤٤٤)، ويقصد بها استخدام المشتقات في تخفيض مخاطرة الاستثمار أو إزالتها وتتيح في الوقت ذاته الإفادة من التحركات السوقية المؤتية للموجودات الأساس ، فإذا كان المستثمر يمتلك الأسهم العادية واشترى عليها خيار شراء فيطلق على الخيار في هذه الحالة خيار البيع المغطى. إذ يحتفظ المستثمر بمركز طويل بالسهم العادي ويرغب في حماية مركزه من أي انخفاض محتمل بالسعر السوقي دون مستوى معين من دون أن تضيع منه فرصة تحقيق بعض المكاسب عند ارتفاع أسعار الأسهم، (الهندي، ٢٠٠٥:٥٦٤)، أما خسارته في حالة عدم انخفاض سعر السهم فحدوده بمبلغ العلاوة.

ومن دوافع شراء خيارات البيع المضاربة والرفع (الدوري،٢٠١٠: ٣٣٤) وفي هذه الحالة لا يمتلك المستثمر الأسهم العادية، ويطلق على الخيار خيار البيع المكشوف. إذ يقوم المستثمر بشراء خيار بيع إذا توقع انخفاض سعر السهم (العامري،٢٠١٠: ٥٥١) وعندما تتحقق توقعاته وينخفض سعر السهم أدنى من سعر التنفيذ بما يغطي العلاوة التي دفعها في بداية حصوله على الخيار فانه يحقق مبلغ العلاوة وذلك بشراء السهم من السوق المالي بالسعر المنخفض وبيعه للمحرر بسعر التنفيذ، أما إذا لم تحقق توقعاته في تاريخ الاستحقاق وارتفع سعر السهم فانه سيخسر مبلغ العلاوة المدفوعة (الهندي، ٢٠٠٨: ٥٦٤).

نماذج تسعير الخيارات (OPM,Option Pricing Models):

ومن بين أهم النماذج المستعملة في تسعير الخيارات هما نماذج ثنائي الحدين ونموذج بلاك وشولز وفيما يلي توضيح مفصل لكل من هذين النموذجين: (Sophie,٢٠١٠:٣)

نموذج ثنائي الحدين:

ينقسم هذا النموذج في الواقع إلى عدد من النماذج الفرعية التي تتراوح من النموذج البسيط إلى المعقد طبقا لافتراضها المتعلق بالمدد الزمنية المكونة لحياة الخيار محل التسعير، فهناك نموذج لمدة واحدة وهناك نموذج لمدتين وهناك نموذج متعدد المدد وفيما يلي توضيح لهذه النماذج: (الجبوري، ٢٠١٢: ٣٤)، (الدوري، ٢٠١٠: ٥٦٧) وبعيدا عن التكرار سنذكرها تفصيلاً في الجانب التطبيقي للبحث في محلها .

ء: عقود المبادلات :

ويتفق عدد من الباحثين على أن المبادلات هي عقد بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية وغير النقدية في مدة دورية يتفق فيها الطرفان في عقد المبادلة وبطريقة يفيد منها جميع أطراف التعاقد ، وهناك وجهات نظر أخرى تعرف المبادلات من وجهة نظر النوعين الرئيسين هما: مبادلة أسعار الفائدة (Interest Rate Swaps) ومبادلة العملة (Currency Swaps) ، كما يعرفه آخرون بالمعنى نفسه ولكن مع التوكيد على الأنواع الأخرى من المبادلات كمبادلة العجز عن الإيفاء ومبادلة السلع ومبادلة حق الملكية، وهناك وجهة نظر أخرى ترى أن المبادلات هي عقد غير نمطي يعطي لحامله الحق وليس الإلزام بتنفيذه كخيارات المبادلة، السقوف والقواعد (الأرضيات) وهناك من يؤكد أن المبادلات تعد نوعا من أنواع العقود الآجلة تتفق معها في بعض الخصائص مع وجود فروقات جوهرية بينها، وهناك من يركز على طبيعة التدفق لعقد المبادلة فهناك عقود ذات تدفق نقدي كمبادلة العملة وأسعار الفائدة الأخرى ذات تدفقات غير نقدية كمبادلة السلع وحق الملكية، (الجبوري، ٢٠٠٢: ٢٣)، وجرى التأكيد على الفلسفة التي تستند إليها عقود المبادلة كأداة لتخفيض كلفة التمويل وتمكن المقترض من الدخول إلى مصادر تمويل جديدة واستعمالها كأداة للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة. كما تعرف المبادلة أيضا باتفاقية تعاقدية يتفق فيها الطرفان على القيام بمدفوعات دورية لبعضهم البعض ويستطيع الطرفان تبادل المدفوعات لأي شيء تقريبا (كمبادلة السكن) وان مفهوم المبادلة لا يقتصر على الأسواق المالية فقط، ومن جانب آخر تعرف المبادلات بالاستناد إلى مفهوم الميزة النسبية أو المقارنة للأطراف المتناظرة لإبرام عقد المبادلة التي تمكن الشركات والمصارف من التحوط من مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف. ويرى آخرون أن المبادلة تعد أداة

لإدارة المخاطرة المتعلقة بأسعار الفائدة وأداة كفؤ لإعادة هيكلة أسعار الفائدة للموجودات والمطلوبات وعلى وفق تغيرات ظروف السوق (اليساري، ٢٠١٠: ٣٥).

وهناك وجهات نظر أخرى تعرف المبادلات من أسلوب أو نمط المبادلة وهما: النمط الأمريكي (American Style) والنمط الأوربي (European Style) والنمط القابل للتمديد، إذ يسمح النمط الأمريكي للأطراف المتناظرة في عقد المبادلة بممارسة خيار شراء العقد من تاريخ الاتفاق إلى حين تاريخ الانتهاء، أما النمط الأوربي فانه يستلزم عدم تنفيذ العقد إلا في تاريخ التنفيذ المحدد بالعقد (الحمادي، ٢٠٠٩: ١١٢).

وأكد البعض على أن المبادلة تعني تبادل التزامات دورية مستقبلا، وهناك من أكد على أن مفردة المبادلة تشير إلى الصفقات والتعاملات المالية المتنامية والتي يجري فيها تدفق نقدي واحد بتدفق نقدي آخر، ومنهم من نظر إلى المبادلة بأنها مجموعة المقومات الأساس لهوية الأطراف المتعاقدة ووسيط المبادلة (كالجدارة الائتمانية)، وسعر المبادلة (كأسعار البيع والشراء)، وموعد استحقاق المبادلة (ومدة اتفاقية المبادلة) والقيمة المبدئية للمبادلة (القيمة الأصلية للأوراق المالية) التي تشكل أساس المبادلة .

ثالثاً: إستراتيجية التحوط Hedging Strategy

في الإدارة المالية فان التحوط يعني أخذ مركزين مختلفين، بحيث أن الخسائر المتحققة لأحد المراكز يجب أن توازن " زيادة ونقصانا " أرباح المركز الأخر، لذا فان التحوط: يعني اتخاذ مركز طويل وأخر قصير على الموجود نفسه ونقيضه ، فالتحوط أن تحمي نفسك من مخاطر تقلبات

الأسعار السلبية (Stewart &Peterson, ٢٠٠٩: ٤) ، ويعرف التحوط على انه الصفقات التي يبرمها المستثمر بتواريخ مستقبلية للحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها بسبب التغيرات العكسية لأسعار السلع أو الأوراق المالية محل التعاقد، وبهذا فان التحوط يحقق الحماية للمستثمر، فانه ينطوي على التكاليف التي تتمثل في الفرق بين التدفقات النقدية للعقد في ظل التحوط وبين التدفقات النقدية للعقد في غياب التحوط (هندي، (٢٠٠٤ :٦٨٧) فالتحوط يتطلب اتخاذ قرار أكثر من مركز سواء أكان مركزا طويلا أم قصيرا ، بمعنى أخر انه يجب على المتحوطين أن يتخذوا قرارات مناسبة من حيث التوقيت المناسب لعملية التحوط،أي متى يبدؤن عملية التحوط ومتى ينتهون منها، فعندما تتغير الأسعار وتزداد المخاطر فيقوم اغلب المستثمرين بتعديل إستراتيجية التحوط الخاصة بهم (Jones, ٢٠٠٠: ٤٩٢)، ويشير التحوط إلى اخذ موقع في المشتقات المالية المتمثلة ب المحاسبة الهندسية المالية (Vanhorn, ٢٠٠٢: ٦٤٦) ويركز مفهوم التحوط على تقليل المخاطر السوقية المحتملة نتيجة تقلبات الأسعار وهذا يؤدي إلى توفير الحماية من الخسائر التي يتعرض لها المستثمر (Popov &Stutzman, ٢٠٠٣:٢٢) وقد تكون هذا بعد أن أصبح متاحا أمام المديرين الماليين عامة ومديري المحافظ الاستثمارية بخاصة عدة طرق لتقليل المخاطرة بكل أشكالها، سواء كانت هذه المخاطرة متعلقة بأسعار الأسهم أم معدلات أسعار الفائدة أم معدلات الصرف الأجنبي أو حتى في اغلب أسعار السلع، فإذا لم يرغب المستثمر في تحمل احد الأنواع السابقة من المخاطر فانه يستطيع نقل المخاطرة غير المرغوبة إلى الآخرين الذين لديهم استعداد لتحمل تلك المخاطر مقابل ثمن محدد وهو العلاوة وحسب نوع العقد، فالمستثمرون هم أولئك

الذين يتصرفون لمخاطر التغيرات السعرية محل التعاقد (العارضي، العبادي، ٢٠١٢:١٨٥) **وعليه يمكن أيجاز ابرز خصائص المتحوطين:**

أ - عدم استعدادهم لتحمل المخاطر العالية.

ب- أن الغرض من تعاملهم بأدوات المحاسبة الهندسية المالية هو نقل المخاطرة لأطراف أخرى.

ج – يهدفون إلى تجنب الخسارة.

د - يقومون بعملية التحوط على وفق اجراءات فنية مدروسة.

ه – يعتمدون على الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة.

أن الأدوات المالية المشتقة تستعمل لتغير مستوى المخاطرة التي تتعرض المؤسسات المالية أو قد تحول المخاطر من طرف لأخر، وأحيانا يزيد استعمالها من مستوى المخاطر عندما تستعمل في عمليات المضاربة للإفادة من حركة بعض التغيرات الاقتصادية في المستقبل (Ross et at, ٢٠٠٨: ٧١٤)،وتستعمل المشتقات على نطاق واسع وان تأثيرها في العديد من المنشآت يكون كبيرا على الدخل، وتمثل عقود المشتقات اهم الوظائف الاجتماعية للمستثمر.

ويرى كل من (Alan & Waring, ٢٠٠٧: ٣٣٢)، أن التحوط هو مصطلح شامل لاستعمال المشتقات المالية إذ يكون الغرض الأولي منه تقليل المخاطر، وعموما إذا كانت الشركة تستعمل المشتقات المالية للتحوط مقابل تحركات أسعار الصرف فان استعمال المشتقات ينبغي أن يخفض من التعرض لتلك المخاطرة، وهذا يعني أن استعمال المشتقات

ينبغي أن يخفض حجم المخاطر عندما يكون هناك تعرضا ايجابيا (Positive Exposure) ويزيد من تعرض الشركة لمخاطر سعر الصرف إذا كان للشركة مخاطر سلبية (Negative Exposur) (الشكرجي، ٢٠٠٧: ٩٣) وان استعمال المشتقات المالية كأداة للتحوط من قبل الشركة يتطلب أن ترتبط القيم المطلقة للمشتقات المستعملة بشكل سلبي مع القيم المطلقة لمخاطر الصرف الأجنبي Allayannis & Ofek, ٢٠٠١: ٢٨٠) .

ومما تجدر الإشارة إليه، أن ليس الشركات جميعا التي تتعرض لمخاطر أسعار الصرف يمكن أن تقوم بالتحوط، إذ وجدت إحدى الدراسات أن نسبة ٤١٪ من أصل ٥٠٠ شركة تتعرض لتلك المخاطرة، لا يمكنها استعمال التحوط للحد منها أو تخفيضها، وقد وجدت أن الشركات ذات فرص النمو العالية تكون أكثر احتمالا للتحوط من الشركات التي تمتلك فرص نمو اقل، وهذا ما يفسر أن بعض الشركات لديها كلف إفلاس غير مباشرة، وان النمو يمكن أن ينخفض بوساطة التعرض للمخاطر الائتمانية التي تمثل عدم القدرة على تمديد الديون الآخرين Ross et al, ٢٠٠٢: ٨٨٣) .

وتستعمل المشتقات المالية في التحوط من تقلبات أسعار الصرف لأنها تمكن من تحويط التدفقات النقدية ، ولان المنظمات ترغب بهذه العقود ومنها العقود الآجلة بسبب عدم دفع المبالغ الأساس أحيانا(Chance, ٢٠٠٤: ٤٤٩) ففي حالة امتلاك مستثمر ما لمحفظة متنوعة من الأسهم ويخشى من هبوط قيمتها فانه يلجا إلى استعمال العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم لشراء هذه الأسهم (Eales, ١٩٩٥: ١٧٤) لتوفر له الحماية الجزئية من جراء التعامل بهذه الأدوات (اسعد،١٩٩٨: ٢١١).

أما المشتقات فأنها تتبع ظروفا أفضل للتحوط ضد المخاطر مقارنة بالسبل التقليدية التي قد يستحيل استعمالها للتحوط ضد مخاطر تغير الأسعار، وفي مقدمتها التامين إلى جانب التنويع في التحوط ضد مخاطر المنظمة، وقد تسهم المشتقات التي هي منتج من منتجات المحاسبة الهندسية المالية في تحقيق الأهداف الإستراتيجية لمنشات الأعمال، من قدرتها على إدارة التقلبات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية وأسعار المدخلات، أي من قدرتها على إدارة المخاطر، وعلى هذا الأساس يعد التحوط باستعمال عقود المشتقات الأسلوب الأكثر حداثة لأداره المخاطر (محسن، ٢٠٠٦: ٤٦)، إذ أن كلفة التحوط وفاعلية التحوط تمثل ما يسمى بكفاية التحوط (Hedging Efficiency)، التي يمكن تعريفها بأنها تخفيض الحد الأقصى لحجم المخاطر في مقابل كل وحدة من وحدات التكلفة، عليه فان التحوط المثالي هو الذي يحقق أقصى منفعة للمستثمر، فإذا كان تخفيض المخاطر يعني منفعة موجبة وزيادة التكلفة تعني منفعة سالبة، فيصبح من المتوقع أن يسعى المستثمر إلى تحقيق التوازن بين مستوى كل من التكلفة والمخاطر، ومن المتوقع أن يكون المستوى الأمثل للتحوط لمستثمر مختلفا عن مثيله لمستثمر آخر،اعتمادا على دالة اكبر من المخاطر(هندي، ٢٠٠٣: ٦٤).

رابعاً: إستراتيجية المضاربة:

وهي ببساطة تحمل الشخص مخاطر تجارية غير عادية أملا في الحصول على مكاسب كبيرة، ولا يوجد تعريف متفق عليه للمضاربة في الأسواق المالية. فالمضاربة تعني تحمل درجة عالية من المخاطر ولكنها مدروسة بشكل أو بآخر أملا في تحقيق أرباح رأسمالية في الغالب (رمضان،٢٠٠٧: ١٤)، وتنطوي هذه الإستراتيجية على درجة عالية من الرفع، وهو ما يجذب العديد من المضاربين، وذلك أن تغيرا بسيطا في

سعر المؤشر بأقل من واحد بالمائة (% ١) يمكن أن يقود إلى تغير كبير بقيمة العقد تعادل (١٥٪) خمسة عشر بالمائة أو أكثر (العارضي، العبادي، ٢٠١٢: ١٢٦)، إذ تعد إستراتيجية التحوط الأكثر شيوعا في أسواق المشتقات المالية، ولكن تتطلب الأسواق الناجحة أن يكون هناك طرف الجانب الآخر من المعاملة وعادة يكون هذا الطرف هو المضارب Speculation، فعلى النقيض من المتحوطين، يسعى المضاربون إلى تحقيق بعض العوائد من بيع أو شراء العقود، إذ يرغبون بتحمل مخاطر تقلبات الأسعار أملا في تحقيق الأرباح الناتجة عن هذه التقلبات،علما انه ليس لدى المضاربين أي مركز في السوق الآني بعبارة أخرى لا يمتلك المضاربون السلعة أو الأداة المالية المتضمنة في العقد في اغلب الأحوال (Jones, ٢٠٠٠: ٤٩٣).

المبحث الثالث
توظيف أدوات المحاسبة الهندسية المالية لأغراض التحوط

تواجه الشركات الزراعية الخاصة مخاطر عدة ناجمة عن تقلبات الأسعار ولاسيما أسعار أسهمها، لذا كان لزوما على هذه الشركات استعمال إستراتيجية التحوط باستعمال المحاسبة الهندسية المالية لغرض جعل المخاطر في أدنى مستوياتها.وقد استقر الرأي أن يكون اعتماد هذه الإستراتيجية باعتماد استراتيجيات وأدوات المشتقات ضمن إطار المحاسبة **الهندسية المالية وكالاتي:**

أولاً : تطبيق إستراتيجية التحوط بالخيارات :

سيكون تطبيق هذه الإستراتيجية باعتماد النموذج الثنائي الحدين للمدة الواحدة وللمدتين :

أ : تسعير الخيارات للمدة الواحدة The One Period :

Binominal

المعروف على هذا الأنموذج انه يستعمل لتقدير الخيارات الفعلية وسمي بالثنائي أو ذي الحدين، لأنه يفترض في المدة الثانية للوقت ان يكون للسعر المحدد قيمة واحدة من قيمتين مختلفتين، **ويعتمد هذا الأنموذج على مجموعة افتراضات هي :**

ثبات المعدل الخالي من المخاطرة ,الذي يساوي(٪١٠) والذي يمثل مدفوعات الفائدة من قبل هذه الشركات الزراعية الخاصة على الودائع الثابتة.

بالإمكان الإقراض أو الاقتراض بالمعدل الخالي من المخاطرة.

لا يوجد ضرائب أو كلف تبادل أو متطلبات هامش.

بإمكان المستثمرين استعمال البيع القصير لأية ورقة مالية.

ويحاول البحث تطبيق هذا الأنموذج في بيئة الشركات الزراعية الخاصة العراقية، إذ أن استعماله كان وما يزال مقتصرا على الأسواق المالية الكفوءة .

ومن الجدول(١) نلاحظ استعمال النموذج الثنائي لمدة واحدة, إذ يمثل العمود (١) سعر السهم في الشركات الزراعية الخاصة، والعمود (٢) يمثل سعر التنفيذ المتفق عليه، الذي حسب لأسهم الشركات بنسبة ٩٠٪ من أسعارها الحالية ضمن العمود,(١) وهي نسبة مقاربة للنسبة المعتمدة من الدراسات السابقة التي أجريت على البيئة الخاصة المساهمة العراقية في أوقات سابقة، وأشارت الأعمدة (٣,٤) إلى مقدار الارتفاع والانخفاض الذي كان - ١٠,٠)، (١٠, ٠ وبهذا أمكن حساب العمود(٥,٦)، **لأغراض أخرى باعتماد المعادلتين اللتين توضحان ارتفاع سعر السهم وانخفاضه**

$$SU=S(١+U) \ldots\ldots\ldots\ldots (١)$$

أو ينخفض سعره بنسبة مئوية D ويصبح سعره :

$$SD=S(١+D) \ldots\ldots\ldots\ldots (٢)$$

ولتطبيق ذلك على خيار شراء السهم بافتراض أن سعر الخيار هوC وسعر التنفيذ المتفق علية هو E وعند تاريخ التنفيذ فان قيمة الخيار إما أن ترتفع وتصبحCU أو تنخفض وتصبح *CD* وبما أن سعر الخيار عند انتهاء المدة يمثل قيمته الحقيقية، **لذلك يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلتين الآتيتين :**

$$CU=Max\ S(١+U) - E \ldots\ldots\ldots\ (٣)$$

$$CD = Max\ S\ (١+D) - E \ldots\ldots\ldots\ (٤)$$

يتضح من المعادلة (٣) أن سعر الخيار سوف يرتفع لان سعر السهم عند التنفيذ S(١+U) اكبر من سعر التنفيذ E لذا فان من مصلحة حامل خيار الشراء تنفيذ الاتفاق وتحقيق أرباح تمثل الفارق بين سعر السهم في تاريخ التنفيذ وبين سعر التنفيذ المتفق علية، والعكس تماماً في المعادلة(٤) التي قد تكون قيمتها سالبة، وبما أن الخيار ليس له قيمة سالبة، عندئذ ستكون قيمة المعادلة الأخيرة مساوية للصفر لان مشتري الخيار غير مجبر على التنفيذ.

أما القيمة النظرية العادلة للخيار للمدة الواحدة، التي تمثل العمود الأخير من الجدول المذكور، فقد حققت جميع الشركات الزراعية الخاصة بناء محفظة كانت في اغلبها اقل من الواحد الصحيح باستثناء الشرق الأوسط للأسماك، التي حققت قيمة تفوق الواحد الصحيح بلغت .(٢.٦٤٦)

نستخلص مما تقدم، بأنه يمكن اعتماد النماذج الرياضية المتقدمة في بيئة الشركات الزراعية الخاصة العراقية، ومنها أنموذج ثنائي الحدين للفترة الواحدة والذي بالإمكان عند استعماله التوصل إلى قيمة نظرية عادلة للخيار.

والملاحظ أيضا، إن الشرق الأوسط للأسماك التي حققت أعلى قيمة نظرية عادلة للخيار كانت أسعار أسهمها هي الأعلى نسبةً لأسعار أسهم الشركات الزراعية الخاصة، ومن هنا نستدل بان العلاقة بين سعر الخيار في الأسواق المالية وسعر ألأسهم في السوق تكون طرديه دائما.

جدول(١) تسعير الخيارات لمدة واحدة باستعمال النموذج الثنائي

اسم الشركة	So	E	U	D	SU	SD	CU	CD	C_0
الحديثة للإنتاج الحيواني	١.٦٦	١.٥٨	٠.١	-٠.١	١.٨٣	١.٤٩	٠.٢٥	٠	٠.١٧٢
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠.٨٤	٠.٨	٠.١	-٠.١	٠.٩٢	٠.٧٦	٠.١٣	٠	٠.٠٨٧
الشرق الأوسط للأسماك	٢٥.٥	٢٤.٢	٠.١	-٠.١	٢٨.١	٢٣	٣.٨٣	٠	٢.٦٤٦
العراقية لإنتاج البذور	٤.٢	٣.٩٩	٠.١	-٠.١	٤.٦٢	٣.٧٨	٠.٦٣	٠	٠.٤٣٦
إنتاج وتسويق اللحوم	٨.٠٩	٧.٦٩	٠.١	-٠.١	٨.٩	٧.٢٨	١.٢١	٠	٠.٨٤
تسويق المنتجات الزراعية	٦.٥	٦.١٨	٠.١	-٠.١	٧.١٥	٥.٨٥	٠.٩٨	٠	٠.٦٧٥

ب: تسعير الخيارات لمدتين متعاقبتين The Two Period Binominal Model:

المعلوم إن أسعار الأسهم لا تتسم بالثبات النسبي دائما وتكون عرضة دائما للارتفاع أو الانخفاض، والذي يحصل أحيانا أن يحقق سعر السهم ارتفاعا في المدة الأولى ثم ارتفاعا أخر في المدة الثانية, ومن هنا تم تحديد طبيعة هذه الفقرة لتأخذ هذه المتغيرات بالحسبان لمدتين زمنيتين (٢) سنة.

وعند إمعان النظر في الجدول (٢) المتضمن تسعير الخيارات لمدتين باستعمال النموذج الثنائي، يتبين أن الارتفاع والانخفاض ضمن العمود(٤,٣) كان محسوبا لمدتين وبنسبة,(٠,١٠) وهذا ما استقر عليه الرأي ضمن الدراسات السابقة ذات العلاقة والمعتمدة أساسا على العائد الخالي من المخاطر المتمثل بالفوائد على الحسابات الثابتة في المصارف الخاصة والتي تبلغ معدلاتها بمقدار (٠,١٠) سنويا, ومن ثم أمكن حساب ارتفاع السهم بموجب المعادلة ولمدتين، وقد ذكر البحث أن سعر السهم أما أن يرتفع أو ينخفض، وهذا يعني وجود حالتين ممكن حدوث أحداهما في المستقبل, فإذا ارتفع سعر السهم في المدة الأولى إلىSU ثم ارتفع ثانية في الفترة **الثانية تصبح قيمة السهم :**

$$SU^{٢}=S\ (١+U)\ \ldots\ldots\ldots\ldots\ (٥)$$

أو ينخفض في نهاية المدة الثانية بعد ارتفاعه في المدة الأولى ويعبر عن هذه الحالة كما يأتي :

$$SUD=S\ (١+U)(١+D)\ \ldots\ldots\ldots\ldots\ (٦)$$

أما إذا انخفض سعر السهم في نهاية الفترة الأولى إلى (D+١) فانه في **المدة الثانية إما ينخفض أو أن يرتفع ثانية:**

$$SD^{٢}=S\ (١+D)^{٢}\ \ldots\ldots\ldots\ldots\ (٧)$$

$$SUD=S\ (١+U)(١+D)\ \ldots\ldots\ldots\ldots\ (٨)$$

وبالأسلوب نفسه المذكور انفا تسعر الخيارات عند انقضاء المدتين، **وكالاتي:**

$$CU^{٢}\ =Max\ S(١+U)^{٢}-E\ \ldots\ldots\ldots\ldots\ (٩)$$

$$CUD=Max\ S(١+U)(١+D)-E\ \ldots\ldots\ldots\ (١٠)$$

$$CD^{٢}=Max\ S(١+D)^{٢}-E\ \ldots\ldots\ldots\ldots\ (١١)$$

أن أسعار الخيار الممكن حدوثها نهاية المدة الأولى هي إما أن يرتفع سعر الخيار إلى CU أو أن ينخفض إلى CD وفي كلتا الحالتين هنالك نتيجتان محتملتان في المدة الثانية، وبذلك يمكن استعمال النموذج الثنائي للمدة الواحدة لتسعير الخيار في حالة الارتفاع وفي حالة الانخفاض وكما **يأتي:**

$$CU=[PCU^{٢}+(١-P)\ CUD]/(١-r)\ \ldots\ldots\ldots\ (١٢)$$

$$CD=[PCUD+(١-P)\ CD^{٢}]/(١+r)\ \ldots\ldots\ldots\ (١٣)$$

علية فان سعر الخيار هو دالة للمتغيرات CU)، CD، P، (r وان قيمة (P) تحسب بالمعادلة الاتية:

$$(P)=(r-D)/(U-D)$$

وتتحدد القيمة النظرية العادلة للخيار وفقا للمعادلة الاتية :

$$C^{*}=[P^{*}\ CU+(١-P)\ CD]/(١+r)\ \ldots\ldots\ldots\ldots\ (١٤)$$

وبعد تعويض قيم كل من CD، CU في المعادلة ١٤ نحصل على الصيغة الرياضية للقيمة النظرية العادلة لتسعير الخيارات للمدتين وكالاتي -:

$$C^{**}= [P^{٢}\ CU^{٢} + ٢P\ (١ - P)\ CUD + (١ - P)^{٢} CD^{٢}\ ] / (١ + r)^{٢} \quad (١٥)$$

جدول (٢) تسعير الخيارات لمدتين باستعمال الأنموذج الثنائي

اسم الشركة	R	E	SU٢	SUD	SD٢	CU٢	CUD	CD٢	C**
الحديثة للإنتاج الحيواني	٠.١	١.٥٨	٣.٣	١٦٤.٣	١.٣٤	٠.٠٦	١٦٢.٧٦	-٠.٢٣	٤.٣٤
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠.١	٠.٨	٠.٩	٨٣.١٦	٠.٦٨	٠.٠٢	٨٢.٣٦٢	-٠.١٢	٢.١٩
الشرق الأوسط للأسماك	٠.١	٢٤.٢	٧٨٧	٢٥٢٥	٢٠.٧	١٤.٦	٢٥٠٠.٣	-٣.٥٧	٧٥.٥
العراقية لإنتاج البذور	٠.١	٣.٩٩	٢١	٤١٥.٨	٣.٤	٠.٤	٤١١.٨١	-٠.٥٩	١١.١

إنتاج وتسويق اللحوم	٠.١	٧.٦٩	٧٩	٨٠٠.٩	٦.٥٥	١.٤٧	٧٩٣.٢٢	-١.١٣	٢١.٩
تسويق المنتجات الزراعية	٠.١	٦.١٨	٥١	٦٤٣.٥	٥.٢٧	٠.٩٥	٦٣٧.٣٣	-٠.٩١	١٧.٥

ج :حساب محفظة التحوط Hedging Portfolio :

يبين الجدول (٣) كيفية تحديد محفظة التحوط، الذي يشتمل على سعر أسهم الشركات الزراعية الخاصة، لأنه يشكل ركنا مهما في حساب هذه المحفظة، والقيمة النظرية العادلة للخيار للمدة الواحدة, ولايمكن اعتماد القيمة النظرية العادلة للخيار للمدتين في هذا المجال، ذلك إن تحديد المحفظة يتوجب إن يكون لمدة واحدة) سنة(مثلا، ثم يأتي العمود الأخر(h)**الذي يمثل حزمة من الأسهم قد بلغت (١) وهنا بالأقل إن تكون مليون أو ألف أو اقل بحسب طبيعة المحفظة وقد حسبت (h) من المعادلة الآتية :**

$$h = (cu - cd)/(su - sd)$$

ويبين العمود (n) عدد الخيارات المعروضة للبيع ضمن الشركات الزراعية الخاصة، وقد بلغت مليون سهم، وعلى هذا الأساس كان عدد الأسهم في الحزمة (n ×h)، وعلى وفق ذلك أمكن تحديد العمود (nhs)

المتضمن)عدد الأسهم × الحزمة × سعر السهم,(يليه العمود(hc*) الذي يعبر عن)القيمة النظرية العادلة للخيار× عدد الأسهم في الحزمة,(وأخيرا جاء العمود الأخير لمحفظة التحوط التي تساوي قيمة الأسهم المحتفظ بها) الموجودات – المطلوبات(التي تمثل الخيارات المحررة. وقد حققت) الشرق الأوسط للأسماك(أعلى قيمة لمحفظة التحوط إذ بلغت (٢٢٨٥٤)، وعلى هذا الأساس يمكن القول, بأنه بإمكان الشركات الزراعية الخاصة اعتماد محفظة التحوط باستعمال الخيارات المالية ضد المخاطر المختلفة الناتجة عن تقلب أسعار الأسهم في الأسواق المالية.

جدول (٣) تحديد محفظة التحوط

اسم المصرف	h	N	S	C*	nhs	nC*	V
الحديثة للإنتاج الحيواني	١	١٠٠٠	١.٧	٠.١٧	١٦٦٠	١٧٢	١٤٨٧.٧
الأهلية للإنتاج الزراعي	١	١٠٠٠	٠.٨	٠.٠٩	٨٤٠	٨٧.٢	٧٥٢.٨٣
الشرق الأوسط للأسماك	١	١٠٠٠	٢٦	٢.٦٥	٢٥٥٠٠	٢٦٤٦	٢٢٨٥٤
العراقية لإنتاج البذور	١	١٠٠٠	٤.٢	٠.٤٤	٤٢٠٠	٤٣٦	٣٧٦٤.٢
إنتاج وتسويق اللحوم	١	١٠٠٠	٨.١	٠.٨٤	٨٠٩٠	٨٤٠	٧٢٥٠.٥
تسويق المنتجات الزراعية	١	١٠٠٠	٦.٥	٠.٦٧	٦٥٠٠	٦٧٥	٥٨٢٥.٥

ثانياً : تطبيق إستراتيجية التحوط بالعقود الآجلة والمستقبليات:

يعد العقد الآجل من العقود الأساس المستعملة كأداة مناسبة ضد المخاطر المالية المختلفة. وسوف يستعرضها هذا الجانب بشيء من التفصيل **وكالآتي :**

ا- تحليل مخاطر الاستثمار في العقود الآجلة:

تنخفض مخاطر الاستثمار في العقود الآجلة بزيادة الهامش الفعلي. **ويمكن الوقوف على المخاطر هذه من المعادلة الآتية :**

$$\text{المخاطرة} = \sigma^2 \times \left(\frac{1}{\text{ش}}\right)^2 \times R^2 \times \text{الربحية}$$

وباعتماد هذه المعادلة يمكن تحديد مخاطر الاستثمار من العقود الآجلة في الشركات المشمولة بالبحث، وكما يظهرها الجدول (٤) المتضمن حساب المخاطر المرافقة للأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات المشمولة بالبحث, ومنه يتبين عدد الأسهم المتداولة في العمود ,(١) عدد العقود في عمود (٢) وما تتضمنه من أسهم في عمود ,(٣) والعمود (٤) الذي يعكس أسعار الأسهم الحاضرة للشركات المشمولة بالبحث, يليه العمود (٥) الذي يبين الأسعار المستقبلية. وقد تم تحديد الهامش المبدئي بمقدار (١,٠) للشركات المشمولة بالبحث جميعاً, وعلى وفق البيانات السابقة أمكن تحديد الإيرادات كما تم الإشارة إليه في فقرات سابقة, وأيضاً تم حساب التكاليف على النحو المذكور, وبعد اعتماد الإيرادات والتكاليف والهامش المبدئي تم الوقوف على صافي الربح المتحقق من الاستثمار في أسهم الشركات المشمولة بالبحث.

ولغرض تحديد المخاطر المرافقة مع الربحية, وبحسب فقرات المعادلة المذكورة, تم حساب متغيراتها المتمثلة بالهامش والانحراف للوصول إلى المخاطرة التي يعرضها العمود الأخير من جدول (٤) المذكور. ويلاحظ إن أقيام هذه المخاطرة في بعض الشركات المشمولة بالبحث مساوية إلى قيم سالبة, وهذه القيم تكون ناتجة عن الخسائر التي حققتها الشركات, إذ من المعلوم بأن المخاطرة تأخذ علاقة طردية مع العائد (الربحية) تزداد بزيادتها وتنخفض بانخفاضها, وهذا ما يؤكد نتائج الجدول (٤) المذكور، ومنه يلاحظ إن الشركات جميعاً التي حققت أقياماً سالبة (خسارة) قد حققت أقياماً سالبة في مقدار مخاطرتها، وذلك تبعاً للمبدأ المالي المذكور) العلاقة طردية بين العائد والمخاطرة .

جدول (٤) حساب المخاطر

المرافقة للأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات المبحوثة

اسم الشركة	الأسهم المتداولة	عدد العقود	عدد أسهم العقد (مليون)	سعر السهم الحاضر	سعر السهم المستقبلي	الهامش المبدئي	الإيراد	التكاليف	صافي الربح (الخسارة)	الهامش^{٢}/١	الانحراف^{٢}	المخاطرة
الحديثة للإنتاج الحيواني	٩٣	٢٠٥	٤٥٣.٧	١.٣٢	١.٦٦	٠.١	١٤١	١١٥	٢٦	١٠٠	٠.٣٩	١٠١٤

الأهلية للإنتاج الزراعي	٣٢	١٥٦	٢٠٥.١	١.١	٠.٨٤	٠.١	٤٥	٥٧	-١٢	١٠٠	٠.٦٣	-٧٥٦
الشرق الأوسط للأسماك	٢٨	٦٠٨	٤٦.٠٥	٢٠	٢٥.٥	٠.١	٢٣٢	٣٦١	-١٢٩	١٠٠	٠.٥٩	-٧٦١١
العراقية لإنتاج البذور	١٣٧	١٨٠٠	٧٦.١١	٢.٥	٤.٢	٠.١	٣٤٥٤	٩٢٧٥	-٥٨٢١	١٠٠	٠.٤٣	-٢٥٠٣٠٣
إنتاج وتسويق اللحوم	٦٢	٢٠١٣	٣٠.٨	٦.١٦	٨.٠٩	٠.١	٤٥٩	٤٢٧	٣٢	١٠٠	٠.٧١	٢٢٧٢
تسويق المنتجات الزراعية	٥	٢١٩	٢٢.٨٣	٤.٦٥	٦.٥	٠.١	٢٤٥	٩٩	١٤٦	١٠٠	٠.٨٥	١٢٤١٠

ب: تحليل استعمال العقود الآجلة كأداة للتحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة :

يمكن استعمال العقود الآجلة كأدوات تحوط لحماية الشركات المشمولة بالبحث من التغيرات التي يمكن أن تطرأ على أسعار الفائدة في الأسواق المالية, إذ إن انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات يعني انخفاض تكاليفها ومن ثم سهولة الحصول عليها, وعلى النقيض من ذلك يعني ارتفاع أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات

ارتفاع تكاليفها ومن ثم صعوبة الحصول عليها, لذلك فإن سعي الشركات المشمولة بالبحث باتجاه اعتماد إستراتيجية التحوط للحد من التغيرات في أسعار الفائدة على القروض.

وتتضح من الجدول (٥) مبالغ القروض التي حصلت عليها الشركات المشمولة بالبحث (ملايين الدنانير)، التي سبقت الاشارة اليها، يليه العمود (٢) الذي يوضح نسبة الفائدة البالغة (١٢٪) وللشركات المشمولة بالبحث جميعاً، وهذه النسبة تمثل تكاليف الحصول على القروض المذكورة, وكان سعر العقد الذي يتضمنه العمود (٣) قد بلغ] (٩٨٨)سعر العقد المباع)العقد - الفائدة[(أي إن (١٢٪ - –١٠٠٠) ٩٨٨] ألف دينار.[وكانت مدة القرض (١ سنة) لجميع الشركات المشمولة بالبحث, ويتم تسوية جميع العقود) قبل يومين من بداية العقد(، وهذا ما يوضحه العمود ,(٥) وكان تنبؤ الشركات المشمولة بالبحث بأن هناك تغيرات في أسعار الفائدة قد تحدث وتتحدد بمقدار (١) ألف دينار العمود (٦) أو ينخفض بمقدار (١-) العمود .(٧)

جدول (٥) تحليل استعمال العقود الآجلة

كأداة للتحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة

اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	الفائدة ٪	سعر العقد	مدة القرض (سنة)	تسوية العقد	تغير سعر الفائدة	تغير سعر الفائدة
الحديثة للإنتاج الحيواني	١٩	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	١-
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	١-
الشرق الأوسط للأسماك	٠	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	١-
العراقية لإنتاج البذور	١١٩٧٧	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	١-
إنتاج وتسويق اللحوم	٠	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	١-
تسويق المنتجات الزراعية	٠	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	١-

وعلى هذا الأساس أمكن اعتماد العقد الآجل للتحوط من ارتفاع أسعار الفائدة للشركات المشمولة بالبحث لعام ٢٠١١، وكما يبينه جدول (٦) في أدناه, الذي يظهر منه مقدار القروض التي اعتمدتها الشركات المشمولة بالبحث كمصدر أساس للتمويل كما تم ذكره سابقاً ثم)مبلغ الفائدة(في العمود (٤) **والذي أمكن حسابها من المعادلة**:

مبلغ الفائدة = القرض * × تغير الفائدة ٪ ×مدة القرض(٣٦٠/

ولغرض حصول الدقة في الحسابات وأخذ القيمة الزمنية بنظر الاعتبار أمكن حساب القيمة الحالية لمبلغ الفائدة كما تعكسهُ المعادلة الآتية:

القيمة الحالية لمبلغ الفائدة) = مبلغ الفائدة + ١) / نسبة الفائدة عند الارتفاع) × (١٠٠/مدة القرض((٣٦٠/

ومن ثم العمود (٧) المتضمن صافي المبلغ المقترض الذي يحسب من المعادلة الآتية:

صافي مبلغ الاقتراض = المبلغ المقترض - القيمة الحالية لمبلغ الفائدة

وأخيراً جاء العمود (٨) المتضمن مبلغ الفائدة المدفوعة التي تم **حسابها من المعادلة:**

الفائدة المدفوعة) =صافي المبلغ المقترض) ×سعر الفائدة الأعلى)× * ((١٠٠/مدة القرض (٣٦٠/

ومن الجدول المذكور يتضح إن تغير سعر الفائدة كان (٠,٠١) للشركات المشمولة بالبحث جميعاً, وهذه الفائدة تمثل ما تم توقعه من الشركات من الارتفاع ,(٠,٠١ + + ٠,١٣) لهذا تم اعتماد إستراتيجية التحوط ضد هذا

الارتفاع, وقد بلغ مبلغ الفائدة أقصاه في شركة)العراقية لإنتاج البذور(ثم شركة)الحديثة للإنتاج الحيواني,(وكان سبب ارتفاع مبلغ الفائدة في هذه الشركات من دون سواها, كان يعزى إلى ارتفاع مبلغ القرض الذي ارتفع كثيراً في هذه الشركات.

جدول (٦) آلية اعتماد التحوط

من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة في الشركات الخاصة

اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	الفائدة٪	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة	مبلغ الفائدة (مليون دينار)	القيمة الحالية للفائدة	صافي المبلغ المقترض	الفائدة المدفوعة
الحديثة للإنتاج الحيواني	١٩	١٣	١	٠.٠١	٠.٦٨٦١١	٠.٠٠٢	١٨.٩٩٨٣	٠.٠٠١٩
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠	٠
الشرق الأوسط للأسماك	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠	٠
العراقية لإنتاج البذور	١١٩٧٧	١٣	١	٠.٠١	٤٣٢.٥٠٣	١.٠٦٣	١١٩٧٥.٩	١.٢٠١٣
إنتاج وتسويق اللحوم	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠	٠
تسويق المنتجات الزراعية	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠	٠

والأمر نفسه ينطبق على صافي القيمة الحالية والفائدة المدفوعة .

الجدير ذكره، إن القيمة الحالية للفائدة تنخفض كثيراً عن مبلغ الفائدة في الشركات المشمولة بالبحث، وهذا يعزى إلى طبيعة الخصم المعتمد على أساس القيمة الزمنية للنقود.

وعليه نستنتج، بأنه يمكن للشركات المشمولة بالبحث من حماية نفسها عن طريق التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على القروض, وذلك بشرائها عقوداً آجلة مساوية تقريباً لمبالغ الاقتراض, فعند ارتفاع أسعار الفائدة يستلم مشتري العقود الآجلة)الشركة(فرق الفائدة)سعر الفائدة وسعر فائدة ليبور(والتي تحددها المبالغ المتفق عليها بين أطراف العقد والتي تكون مساوية تماماً لمبالغ القروض كما يبينها جدول (٦) المذكور.

ج: تحليل استعمال العقود الآجلة للتحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المنخفضة:

يبين الجدول (٧) آلية اعتماد إستراتيجية التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في الشركات المشمولة بالبحث. ويظهر الجدول أيضاً مبالغ القروض المشار إليها في الجداول السابقة, نسبة الفائدة البالغة (١٣,٠) في عموم الشركات المشمولة بالبحث, وكانت مدة القرض (١ سنة) ولعموم الشركات المشمولة بالبحث أيضاً, وإن تغير سعر الفائدة المتنبئ به هو بمقدار ,(٠١,٠) أي تتوقع الشركات انخفاض أسعار الفائدة على القروض بمقدار ,(٠١,٠) وهذه البيانات تمثل ذات البيانات السابقة المذكورة ، وذلك لغرض الحصول على الدقة العالية التي يتوخاها البحث.

إن انخفاض أسعار الفائدة بمقدار (٠١,٠) على أسعار الفائدة على القروض سوف يعرض الشركات المشمولة بالبحث إلى خسارة تمثل القيمة ×٠١,٠) القرض,(إذ كان بإمكان الشركات تأجيل اقتراضها مدة معينة لحين انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها .

وعلى هذا الأساس ولغرض التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة على هذه القروض. قامت الشركات المشمولة بالبحث ببيع عقوداً آجلة للغرض المذكور, وعند تحقق تنبؤاتها وانخفضت أسعار الفائدة على القروض, فإن الشركات المشمولة بالبحث تستلم فرق الفائدة (سعر الفائدة على العقد وسعر فائدة ليبور,(وباعتماد هذه الإستراتيجية يمكن للشركات المشمولة بالبحث من التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة المستقبلية على القروض التي سبق الحصول عليها بأسعار فائدة مرتفعة، إذ كان بإمكان هذه الشركات الحصول عليها (القروض) بأسعار فائدة منخفضة.

وباعتماد البيانات المذكورة, يمكن من تحديد سعر الفائدة والذي كان في أقصاه عند شركة)العراقية لإنتاج البذور(بمقدار (٤٣٢.٥٠٣) مليون دينار في حين جاءت بقية الشركات الأخرى مقاربة للمليون) الواحد الصحيح(أو مساوية للصفر, يليه العمود الآخر الذي يبين القيمة الحالية للفائدة وقد كانت شركة)العراقية لإنتاج البذور,(قد حققت أعلى مستوى لهذه القيمة إذ كانت مقاربة للواحد الصحيح .(١.٠٦٣) وعلى هذا الأساس أمكن حساب المبلغ المستلم مضافاً إليه فرق الفائدة ١٢٪ - — ١٣) ٠١,٠).

والجدير ذكره إن الجدول (٨) يبين آلية تسوية العقد المتعلق بانخفاض السعر الآجل، من قيام الشركة المشترية للعقد الآجل بدفع الفرق بين سعر العقد وسعر ليبور (١٢- –١٣ ٪) مبنياً على أساس قيمة العقد ومدته محسوباً على أساس القيمة الحالية للفائدة التي تتضمنها الجداول المذكورة. وعلى هذا الأساس أمكن للشركات المشمولة بالبحث ضمان نسبة الفائدة التي اعتمدتها حسب اتفاقية العقد الآجل, لأن بائع العقد الآجل يستلم قيمة فرق الفائدة إذا انخفضت الأسعار بحسب ما تم التوصل إليه سابقاً.

جدول (٧) آلية اعتماد التحوط

من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في الشركات الخاصة

اسم الشركة	المبلغ المصدر (مليون دينار)	الفائدة٪	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة	مبلغ الفائدة (مليون دينار)	القيمة الحالية للفائدة	المبلغ المستلم + الفائدة
الحديثة للإنتاج الحيواني	١٩	١٣	١	٠.٠١	٠.٦٨٦١١	٠.٠٠٢	١٩.١٢
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠.١٢
الشرق الأوسط للأسماك	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠.١٢
العراقية لإنتاج البذور	١١٩٧٧	١٣	١	٠.٠١	٤٣٢.٥٠٣	١.٠٦٣	١١٩٧٧.١٢
إنتاج وتسويق اللحوم	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠.١٢
تسويق المنتجات الزراعية	٠	١٣	١	٠.٠١	٠	٠	٠.١٢

ء: تحليل إستراتيجية التحوط في مجال الاقتراض:

تناولت الفقرات السابقة بالبحث والتحليل كيفية اعتماد إستراتيجية التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة وارتفاعها على القروض, وبصيغة أخرى

يمكن اعتماد إستراتيجية التحوط في مجال الاقتراض إجمالاً وذلك من خلال اعتماد حقيبة العقود الآجلة المباعة والمبنية أساساً على مبلغ القرض، ويحدد سعر العقد الآجل بناءً على أساس سعر الفائدة الأعلى وسعر الفائدة الأدنى, والهدف من هذه الإستراتيجية هو التوصل إلى الأرباح وتلافي الخسائر التي قد تتعرض لها هذه الشركات.

ويلاحظ من الجدول (٨) مبالغ القروض التي سبق للشركات المشمولة بالبحث الحصول عليها والمشار إليها في الفقرات السابقة في العمود ,(١) ثم العمود (٢) والذي يبين عدد العقود, إذ بلغ عدد هذه العقود أقصاه في شركة) العراقية لإنتاج البذور(بمقدار(١١٩٧٧٠٠٠) مليون عقد يليه شركة)الحديثة للإنتاج الحيواني(بمقدار (١٩٠٠٠) مليون عقد, أما بقية الشركات الأخرى فلم تعتمد هذه العقود لعدم اعتمادها على القروض ولم تظهر في ميزانيتها، وكانت الفائدة السائدة تبلغ ١٢)٪(ولعموم الشركات المشمولة بالبحث, وبالتالي أمكن تحديد سعر العقد المباع) العقد-الفائدة(أي (١٢,٠-١٠٠٠) مليون دينار, وعند تغير سعر الفائدة ٩٨٩ (١١,٠ –١٠٠٠) مليون دينار.

وعلى هذا الأساس أمكن من تحديد الأرباح والخسائر التي يمكن للشركة تحقيقها, إذ بلغت (١) مليون عند انخفاض سعر الفائدة إلى ١١٪ ، وبنفس الصيغة يمكن أن تتعرض الشركات المشمولة بالبحث إلى خسارة عند ارتفاع أسعار الفائدة إلى ١٣)٪(أي بارتفاع (١) مليون دينار للعقد الواحد, وهذا ما يدفع الشركات ببيع عقوداً آجلة مبينة أعدادها في العمود ,(٢) وهذا بطبيعته يعوض بيع العقود الآجلة بمقدار (٩٨٨) مليون دينار بدلاً عن السعر الجديد ,(٩٨٩) هذا من جهة, من جهة أخرى, فإن الشركات قد تتعرض إلى حالة مغايرة أكثر مخاطرة وهي ارتفاع أسعار الفائدة إلى ١٣)٪.(كما تم ذكره, وهذا سوف يولد خسائر نتيجة اقتراض

الشركات بأسعار فائدة مرتفعة, لكن هذه الخسائر سوف تعوض ببيع العقود الآجلة بأسعار أعلى أي بيعها بمقدار (٩٨٨) بدلاً من .(٩٨٧)

ومن ذلك نستخلص إن بيع العقود الآجلة في حالات الاقتراض بأسعار الفائدة سوف يثبت مستوى القرض في حالتي ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة.

جدول (٨)إستراتيجية التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة

اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	عدد العقود	الفائدة ٪	سعر العقد الجديد	سعر العقد القديم	أرباح تغير الفائدة	خسائر تغير الفائدة
الحديثة للإنتاج الحيواني	١٩	١٩٠٠٠	١٢	٩٨٩	٩٨٨	١	-١
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠	٠	١٢	٩٨٩	٩٨٨	١	-١
الشرق الأوسط للأسماك	٠	٠	١٢	٩٨٩	٩٨٨	١	-١
العراقية لإنتاج البذور	١١٩٧٧	١١٩٧٧٠٠٠	١٢	٩٨٩	٩٨٨	١	-١
إنتاج وتسويق اللحوم	٠	٠	١٢	٩٨٩	٩٨٨	١	-١
تسويق المنتجات الزراعية	٠	٠	١٢	٩٨٩	٩٨٨	١	-١

ثالثاً : تطبيق إستراتيجية التحوط بعقود المبادلات :

تكون مبادلة أدوات الفائدة بين شركتين ، تعمل الشركة الأولى على إصدار سندات قرض بسعر فائدة ثابت، بينما تلتزم الشركة الثانية بدفع سعر فائدة عائم (FLOATING) وهنا تستطيع هاتان الشركتان إبرام عقد مبادلة، بحيث تدفع الشركة الأولى الفائدة العائمة بينما تدفع الشركة الثانية الفائدة الثابتة عند وجود الرغبة لهما بذلك على أن يبقى كل منهما ملتزمة بتنفيذ تعاقدها قبل إبرام عقد المبادلة.

أن نسبة الفائدة المعومة (العائمة) في العديد من اتفاقات مبادلات أسعار الفائدة تحدد بوساطة (LIBOR) الذي يمثل سعر الفائدة المعروض بواسطة الشركات للإيداعات من الشركات الأخرى حيث إن (LIBOR) لشهر واحد هي نسبة الفائدة المعروضة لإيداعات الشهر الواحد و(LIBOR) لثلاثة شهور تعني نسبة الفائدة المعروضة لإيداعات ثلاثة أشهر وهكذا، وفي الأعم الأغلب تضاف نسبة مئوية إلى نسبة الفائدة المحدد بـ (LIBOR) فمثلاً هناك قرضاً بنسبة فائدة محدد بـ (LIBOR)مضافا إليها (٠.٦٪) فعندها يقسم عمر القرض إلى مدد مقدارها ستة شهور أو أية مدة أخرى محددة للـ :(LIBOR).

مبادلة أدوات الفائدة بين شركة لحديثة للإنتاج الحيواني والأهلية للإنتاج الزراعي:

والملاحظ من الجدول(٩) أن شركة الحديثة للإنتاج الحيواني تمثل الشركة الأكبر حجماً بالمقارنة مع الأهلية للإنتاج الزراعي عند اعتماد حجم الموجودات أساسًا للمقارنة لذا فانه من الأفضل لشركة لحديثة للإنتاج الحيواني إصدار سندات دين طويلة الأجل بسعر فائدة ثابت على خلاف الشركة الثانية بوصفها شركة صغيرة نسبياً يحتم عليها الميل باتجاه الالتزام بدفع فائدة عائمة.

جدول (٩) الفوائد المدفوعة من قبل شركة الحديثة للإنتاج الحيواني والأهلية للإنتاج الزراعي (المبالغ بملايين الدنانير) للعام ٢٠١١

ت	أسم الشركة	الفوائد المدفوعة
١	شركة الحديثة للإنتاج الحيواني	٣
٢	الأهلية للإنتاج الزراعي	٤
٣	شركة الشرق الأوسط للأسماك	٣

الملاحظ على الجدول (٩) أن مبالغ الفوائد المدفوعة من هاتين الشركتين تمثل مبالغ كبيرة جداً، بلغت أقصاها في شركة الأهلية للإنتاج الزراعي بمقدار (٤) مليون دينار، يليهما شركة الشرق الأوسط للأسماك وشركة الحديثة للإنتاج الحيواني بمقدار(٣) مليون دينار لكل منهما، لذا يكون جل اهتمام هاتين الشركتين، هو تخفيض مبالغ الفوائد المدفوعة من قبلهما ويكون ذلك من خلال اعتماد عقد مبادلة أسعار الفائدة بين هاتين الشركتين على وفق الآتي:

جدول (١٠)البيانات ذات العلاقة بشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والأهلية للإنتاج الزراعي كأساس لإجراء عقد المبادلة محسوبة على أساس نصف سنوي لعام (٢٠١١)

البيان	**شركة الحديثة للإنتاج الحيواني %**	**الأهلية للإنتاج الزراعي %**
الاقتراض بسعر فائدة ثابت	١١	
الاقتراض بسعر فائدة عائم		LIBOR + ٠.٤٠
التمويل بسعر فائدة ثابت		١٢
التمويل بسعر فائدة عائم	LIBOR + ٠.٢٥	

يلاحظ من الجدول (١٠) أن شركة الحديثة للإنتاج الحيواني قد اصدارات سندات قرض بسعر فائدة ثابت بمقدار (١٢٪)، وان الأهلية للإنتاج الزراعي ملتزمة بدفع فائدة عائمة (٦) شهور بمقدار LIBOR) (٠.٤٠ +، وان شركة الحديثة للإنتاج الحيواني تستطيع الحصول على تمويل بسعر فائدة عائم تمثل ((LIBOR + ٠.٢٥، فضلا عن أن الأهلية للإنتاج الزراعي يستطيع الحصول على تمويل بسعر فائدة ثابت بمقدار (١٢٪) وقد اتفق الطرفان على إجراء عقد مبادلة تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني إلى الأهلية للإنتاج الزراعي سعر ((LIBOR، وتدفع الأهلية للإنتاج الزراعي إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني سعر فائدة ثابت بنسبة (١١.٢٥٪)، ولغرض التوصل إلى جدوى عقد المبادلة هذه

يتوجب على هاتين الشركتين إجراء التحليل الآتي قبل الدخول بإبرام عقد المبادلة الذي يعرضه الجدول (١١) في:

جدول (١١) نتائج تحليل جدوى عقد المبادلة بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني والأهلية للإنتاج الزراعي

البيان	النتائج
كلفة القرض بفائدة معومة -كلفة الفائدة المستلمة صافي فرق الكلفة + كوبون المبادلة = الكلفة الكلية للاقتراض -تكلفة التمويل المباشر التوفير في التكاليف	LIBOR+ ٠.٤٠ LIBOR ٠.٤٠ ١١.٢٥ ١١.٦٥ ١٢ ٤٠ نقطة
كلفة الفائدة الثابتة المفترضة -الفائدة المستلمة صافي فرق الكلفة + كلفة الاقتراض بفائدة معومة = الكلفة الكلية للاقتراض -تكلفة التمويل المباشر التوفير في التكاليف	١١ ١١.٢٥ (٠.٢٥) LIBOR LIBOR - ٠.٢٥ LIBOR+ ٠.٤٠ ١٥ نقطة

يظهر في الجدول (١١) أن إبرام عقد مبادله أسعار الفائدة بين شركتي الحديثة للإنتاج الحيواني والشركة الثانية يوفر في التكاليف وعلى أساس نصف سنوي بمقدار (٤٠) نقطه، ووفقا لما هو مشار إليه في الجدول (١١) يلاحظ أن التكاليف المدفوعة كفوائد تمثل مبالغ كبيرة جداً تستنزف الكثير من أرباح هاتين الشركتين، لذا فان تخفيضهما بمقدار (١٥) نقطه تمثل مبالغ كبيرة جداً توجب على هاتين الشركتين الاهتمام بها وتبنيها لأثرها الكبير في تخفيض هذه التكاليف.

مبادلة أدوات الفائدة بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة الشرق الأوسط للأسماك:

الملاحظ من الجدول (١٢) أن شركة الحديثة للإنتاج الحيواني تمثل الشركة الأكبر حجماً مقاساً بحجم الموجودات بالمقارنة مع شركة الشرق الأوسط للأسماك التي تمثل الشركة الأقل حجماً لذا فإنه من الأفضل لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني إصدار سندات دين طويلة الأجل وبسعر فائدة ثابت بخلاف شركة الشرق الأوسط للأسماك فانه يحتم عليها دفع الفائدة العائمة.

جدول (١٢)البيانات ذات العلاقة بشركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة الشرق الأوسط للأسماك كأساس لإجراء عقد المبادلة محسوبة على أساس نصف سنوي لعام (٢٠١١)

البيان	شركة الحديثة للإنتاج الحيواني %	وشركة الشرق الأوسط للأسماك %
الاقتراض بسعر فائدة ثابت	١١	
الاقتراض بسعر فائدة عائم		LIBOR + ٠.٧٠
التمويل بسعر فائدة ثابت		١٣
التمويل بسعر فائدة عائم	LIBOR + ٠.٥٠	

يلاحظ من الجدول (١٢) أن شركة الحديثة للإنتاج الحيواني أصدرت سندات قرض بسعر فائدة ثابت بمقدار (١١٪)، وأن شركة الشرق الأوسط للأسماك ملتزمة بدفع فائدة عائمة (٦) شهور بمقدار (LIBOR + ٠.٦٠)، وأن شركة الحديثة للإنتاج الحيواني يستطيع الحصول على تمويل بسعر فائدة عائم تمثل (LIBOR + ٠.٢٥) ، فضلا عن أن شركة الشرق الأوسط للأسماك تستطيع الحصول على تمويل بسعر فائدة ثابت بمقدار (١٣٪) وقد اتفق الطرفان على إجراء عقد مبادلة تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني إلى شركة الشرق الأوسط للأسماك سعر (LIBOR)، وتدفع شركة الشرق الأوسط للأسماك إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني سعر فائدة ثابت بنسبة. (١١.٥٠٪)

ولغرض التوصل إلى جدوى عقد المبادلة يوجب على هاتين الشركتين إجراء التحليل الآتي قبل الدخول بإبرام عقد المبادلة الذي يعرضه الجدول (١٣) **في أدناه:**

جدول (١٣) نتائج تحليل جدوى عقد المبادلة بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة الشرق الأوسط للأسماك

البيان	النتائج
كلفة القرض بفائدة معومة ـكلفة الفائدة المستلمة صافي فرق الكلفة + كوبون المبادلة = الكلفة الكلية للاقتراض ـتكلفة التمويل المباشر التوفير في التكاليف	LIBOR+ ٠.٧٠ LIBOR ٠.٧٠ ١١.٥٠ ١٢.٢٠ ١٣ ٧٠ نقطة
كلفة الفائدة الثابتة المفترضة ـالفائدة المستلمة صافي فرق الكلفة + كلفة الاقتراض بفائدة معومة = الكلفة الكلية للاقتراض ـتكلفة التمويل المباشر التوفير في التكاليف	١١ ١١.٥٠ (٠.٥٠) LIBOR LIBOR - ٠.٥٠ LIBOR+ ٠.٧٠ ٢٠ نقطة

يظهر في الجدول (١٣)أن إبرام عقد مبادلة أسعار الفائدة بين شركتي الحديثة للإنتاج الحيواني والشرق الأوسط للأسماك يوفر في التكاليف وعلى أساس نصف سنوي بمقدار (٧٠) نقطة، ووفقا لما مشار إليه في الجدول (١٤) يلاحظ أن التكاليف المدفوعة كفوائد تمثل مبالغ كبيرة جداً تستنزف الكثير من أرباح هاتين الشركتين، لذا فإن تخفيضهما بمقدار(٢٠) نقطة تمثل مبالغ كبيرة جداً، توجب على هاتين الشركتين الاهتمام بها وتبنيها لأثرها الكبير في تخفيض هذه التكاليف.

ج. مبادلة أدوات الفائدة بين الأهلية للإنتاج الزراعي وشركة الشرق الأوسط للأسماك:

الملاحظ من الجدول (١٤) أن الأهلية للإنتاج الزراعي تمثل الشركة الأكبر حجماً مقاسًا بحجم الموجودات بالمقارنة مع شركة الشرق الأوسط للأسماك الذي تمثل الشركة الأقل حجماً ، لذا من الأفضل للشركة الثانية إصدار سندات دين طويلة الأمد وبسعر فائدة ثابت على خلاف شركة الشرق الأوسط للأسماك فإنه يحتم عليها دفع الفائدة العائمة .

جدول (١٤) البيانات ذات العلاقة بالشركات : الأهلية للإنتاج الزراعي وشركة الشرق الأوسط للأسماك كأساس لإجراء عقد المبادلة محسوبة على أساس نصف سنوي لعام (٢٠١١)

البيان	الأهلية للإنتاج الزراعي%	شركة الشرق الأوسط للأسماك%
الاقتراض بسعر فائدة ثابت	١٢	
الاقتراض بسعر فائدة عائم		LIBOR + ٠.٦٠
التمويل بسعر فائدة ثابت		١٣
التمويل بسعر فائدة عائم	LIBOR + ٠.٥٠	

يلاحظ من الجدول (١٤) أن الأهلية للإنتاج الزراعي قد أصدرت سندات قرض بسعر فائدة ثابت بمقدار (١٢٪)، وأن شركة الشرق الأوسط للأسماك ملتزمة بدفع فائدة عائمة (٦) شهور بمقدار (LIBOR + ٠.٦٠)، وأن الأهلية للإنتاج الزراعي تستطيع الحصول على تمويل بسعر فائدة عائم تمثل ((LIBOR + ٠.٥٠، فضلا عن أن شركة الشرق الأوسط للأسماك تستطيع الحصول على تمويل بسعر فائدة ثابت بمقدار (١٣٪)، وقد اتفق الطرفان على إجراء عقد مبادلة تدفع الأهلية للإنتاج الزراعي إلى شركة الشرق الأوسط للأسماك سعر ((LIBOR، وتدفع شركة الشرق الأوسط للأسماك إلى الأهلية للإنتاج الزراعي سعر فائدة ثابت بنسبة (١١.١٠٪)، ولغرض التوصل إلى جدوى عقد المبادلة يوجب

على هاتين الشركتين إجراء التحليل الآتي قبل الدخول بإبرام عقد المبادلة الذي يعرضه الجدول(١٥) فيما يأتي :

جدول (١٥) نتائج تحليل جدوى عقد المبادلة بين الأهلية للإنتاج الزراعي وشركة الشرق الأوسط للأسماك

البيان	النتائج
كلفة القرض بفائدة معومة ـكلفة الفائدة المستلمة	**LIBOR+ ٠.٦٠**
صافي فرق الكلفة + كوبون المبادلة	**LIBOR**
= الكلفة الكلية للاقتراض	**٠.٦٠**
ـتكلفة التمويل المباشر	**١١.٥٠**
التوفير في التكاليف	**١٢.١٠**
	١٣
	٦٠ نقطة
كلفة الفائدة الثابتة المفترضة-الفائدة المستلمة	**١١**
صافي فرق الكلفة+ كلفة الاقتراض بفائدة معومة	**١١.٥٠**
= الكلفة الكلية للاقتراض	**(٠.٥٠)**
ـتكلفة التمويل المباشر	**LIBOR**
التوفير في التكاليف	**LIBOR - ٠.٥٠**
	LIBOR+ ٠.٦٠
	١٠ نقطة

يظهر في الجدول (١٥) أن إبرام عقد مبادلة أسعار الفائدة بين شركتي الشرق الأوسط للأسماك والثانية يوفر في التكاليف وعلى أساس نصف

سنوي بمقدار (٦٠) نقطة، ووفقا لما هو مشار إليه في الجدول () يلاحظ أن التكاليف المدفوعة كفوائد تمثل مبالغ كبيره جدا تستنزف الكثير من أرباح هاتين الشركتين، لذا فإن تخفيضهما بمقدار (١٠) نقطه تمثل مبالغ كبيرة جداً توجب على هاتين الشركتين الاهتمام بها وتبنيها لأثرها الكبير في تخفيض هذه التكاليف.

المبحث الرابع

توظيف أدوات المحاسبة الهندسية المالية لأغراض المضاربة

توطئة :

تواجه الشركات الزراعية الخاصة فرص استثمارية عدة ناجمة عن تقلبات الأسعار وخاصة أسعار أسهمها وأسعار الفائدة عند الاقتراض والاستثمار، لذا كان لزوما على هذه الشركات استعمال إستراتيجية المضاربة باستعمال المحاسبة الهندسية المالية لغرض الإفادة من هذه الفرص وتحقيق أرباح .

وقد استقر الرأي إلى أن يكون اعتماد هذه الإستراتيجية باعتماد استراتيجيات وأدوات المشتقات ضمن إطار المحاسبة الهندسية المالية، **وكالاتي :**

أولاً : تطبيق إستراتيجية المضاربة بالخيارات**:**

يهدف هذه المبحث إلى إمكانية اعتماد الخيارات المالية لأغراض المضاربة وتحقيق الأرباح أو التخلص من الخسائر، ويكون ذلك من خلال تبني استراتيجيات المضاربة في بيئة الشركات العراقية الخاصة من المحاور **الآتية :**

أ : تحليل إستراتيجية المضاربة من رأس المال وأسعار الأسهم :

يظهر الجدول (١٦) البيانات الأساس للمصارف المختارة المتمثلة برأس المال، وقد حققت شركة (الشرق الأوسط للأسماك) المستوى الأول في رأس المال، إذ كان بمقدار (٢٥.٥) مليون دينار يليه شركة (إنتاج وتسويق اللحوم) برأس المال (٨.٠٩) مليون دينار، أما بقية الشركات فقد جاءت بمستويات أدنى، ومن الجدول المذكور أيضا، يتبين سعر الافتتاح

وسعر الإغلاق لعام ٢٠١٠,٢٠١١، وقد عبر عن سعر الافتتاح بالسعر الآني وسعر الإغلاق بالسعر المستقبلي، بعد ذلك أمكن حساب ربح و خسارة الشركات المختارة من خلال حساب (ربح أو خسارة السعر الآني) الذي حسب من الفرق بين سعر الافتتاح لعام ٢٠١٠ ،سعر الافتتاح لعام ٢٠١١، أما ما يتعلق بعمود ربح وخسارة السعر المستقبلي، فقد تم حسابه من الفرق بين (سعر الإغلاق لعام ٢٠١٠ وسعر الإغلاق لعام ٢٠١١)، بعد ذلك أمكن حساب ربح أو خسارة الشركة من (ربح أو خسارة السعر الآني وربح وخسارة السعر المستقبلي × رأس المال)

وعلى هذا الأساس أمكن تطبيق إستراتيجية المضاربة في الشركات المختارة باعتماد رأس المال وأسعار الأسهم، ويكون ذلك بقيام الشركات ببيع عقود مساوية تماماً لرأس المال لديها، إذ باعت الشركة (الشرق الأوسط للأسماك) عقد بقيمة (٢٥.٥) مليون دينار، وأيضا باعت الشركة (إنتاج وتسويق اللحوم) عقودا بقيمة (٨.٠٩) مليون دينار، وهكذا بقية الشركات المختارة، بعد ذلك أمكن الاعتماد على أسعار الأسهم الآنية و المستقبلية ومن ثم التوصل إلى صافي الربح أو الخسارة، الذي تبين منه، إن اغلب الشركات المختارة قد حققت أرباحا كبيرة، كان في مقدمتها شركة (الشرق الأوسط للأسماك) بمقدار (١٤٠.٢٥) مليون دينار، يليه شركة (إنتاج وتسويق اللحوم) بمقدار (٢٦.٩٣٩٧) مليون دينار، وهكذا بقية الشركات، على خلاف الشركات الأخرى المختارة التي حققت خسارة مالية بلغت في أعلى مستوى لها في شركة (الأهلية للإنتاج الزراعي) بمقدار(-٠.٢١٨٤) مليون دينار، وعند البحث عن أسباب الخسارة في الشركات المختارة، نلاحظ إنها تتحدد بارتفاع أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق للسنة التالية عن أسعار الافتتاح والإغلاق للسنة السابقة، وهذا مؤشر يشير إلى ارتفاع أسعار الأسهم (الافتتاح والإغلاق) في اغلب الشركات المختارة، مما يعني إن الشركات عند بيعها أسهمها في السنة

السابقة سواء بأسعار الافتتاح أو بأسعار الإغلاق فأنها تتعرض إلى خسارة، والأمر نفسه ينطبق تماماً عند عزوف الشركات عن شراء الأسهم سواء بأسعار الافتتاح أو الإغلاق فأنها ستتعرض إلى خسارة في السنة أللاحقة، وهذا ما تم الوقوف عليه في هذه الفقرة من البحث.

ويظهر الجدول(١٦) المذكور أيضا، إن هناك فرق قليلا وليس واسعا بين أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق في عموم الشركات المختارة، و يدل على استقرار أسعارها وان تحديد أسعارها كان مبنيا على جوانب علمية تتسم بالدقة العالية، والأمر نفسه ينطبق على أسعار الافتتاح للسنتين(٢٠١٠-٢٠١١) وأسعار الإغلاق للسنتين المذكورتين.

وعلى هذا الأساس يمكن تطبيق إستراتيجية المضاربة في الشركات المختارة، وعلى أساسها أمكن تحديد الفرص الاستثمارية المربحة وغير المربحة فيها .

جدول (١٦)

تحليل إستراتيجية المضاربة من خلال رأس المال وأسعار الأسهم.

اسم الشركة	رأس المال مليون	سعر الافتتاح ٢٠١٠	سعر الإغلاق ٢٠١٠	سعر الافتتاح ٢٠١١	سعر الإغلاق ٢٠١١	ربح (خسارة) السعر الآني	ربح (خسارة) السعر المستقبلي	ربح (خسارة)
الحديثة للإنتاج الحيواني	١.٦٦	١.٤٦	١.٥	١.٣٢	١.٦٦	٠.١٤	-٠.٢	٠.٥٦٤٤
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠.٨٤	١.١	١.١	١.١	٠.٨٤	٠	٠.٢٦	-٠.٢١٨٤
الشرق الأوسط للأسماك	٢٥.٥	٢٠	٢٠	٢٠	٢٥.٥	٠	-٥.٥	١٤٠.٢٥
العراقية لإنتاج البذور	٤.٢	٢.٥	٢.٥	٢.٥	٤.٢	٠	-١.٧	٧.١٤
إنتاج وتسويق اللحوم	٨.٠٩	٧	٥.٦	٦.١٦	٨.٠٩	٠.٨٤	-٢.٤٩	٢٦.٩٣٩٧
تسويق المنتجات الزراعية	٦.٥	٤.٦٥	٤.٧	٤.٦٥	٦.٥	٠	-١.٨٥	١٢.٠٢٥

ب : اعتماد إستراتيجية المضاربة في مجال الاستثمار:

يشير الجدول (١٧) إلى اعتماد إستراتيجية المضاربة في مجال الاستثمار بأسعار الفائدة ضمن الشركات المختارة التي تتوقع ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة التي تتعامل معها هذه الشركات، وهذا ما ينسجم مع افتراضات البحث التي تؤكد إن الفوائد تعتمد أسلوب الفائدة العائمة لا الفائدة الثابتة، وهذا ما يتيح المجال أمام الشركات المختارة للإفادة من فرق أسعار الفائدة عن الودائع الثابتة لديها التي تبلغ (١٢٪) في عموم هذه الشركات، وعلى هذا الأساس قامت الشركات المختارة بشراء عدد من العقود اعتمادا على عدد الأسهم فيها، الذي يظهر في العمود (٢) من الجدول المذكور، وقد بلغ أقصى عدد من هذه الأسهم في شركة (العراقية لإنتاج البذور) إذ بلغ عدد ألأسهم فيه (١٣٧) مليون سهم وهكذا بقية الشركات الأخرى، أما العمود (٣) فانه يتضمن العائد الكلي (عدد الأسهم × عائد السهم الواحد) الذي كان أيضا في شركة (العراقية لإنتاج البذور)، إذ بلغ (٦٠) مليون ينار، يليه الشركة (الشرق الأوسط للأسماك) بعائد كلي قدره (٨,١)، وعملت الشركات المختارة على اغتنام الفرص الاستثمارية الناجمة عن تغير أسعار الفائدة، وذلك من شراء عدد من العقود، إذ كان أقصى عدد لعقود في شركة (إنتاج وتسويق اللحوم) بمقدار (٢٠١٣) عقد، يليه الشركة (العراقية لإنتاج البذور) بمقدار (١٨٠٠) عقد، وهكذا تدرجت بقية الشركات الأخرى، وقد أمكن تحديد عدد العقود من خلال البيانات الصادرة عن هذه الشركات، وعلى هذا الأساس أمكن تحديد سعر العقد للمشتري (قيمة العقد – مبلغ الفائدة)،(١٠٠-١٢) = ٨٨ إلف دينار وعند تغير سعر الفائدة (انخفاضها) بمقدار (١) ألف دينار ،يكون سعر العقد في هذه الحالة (١٠٠ -١١) = ٨٩، وهذا ما يكلف الشركات خسارة بمقدار (١) ألف دينار لكل عقد من العقود، أما عند ارتفاع سعر الفائدة (١) ألف دينار فان ذلك يعني ربح

للمصارف بمقدار (١) ألف دينار لكل عقد من العقود، وعلى هذا النحو أمكن تحديد الأرباح الكلية التي كانت بأعلى مستوياتها عند الشركة (إنتاج وتسويق اللحوم) بمقدار (٢٠١٣)، وعند هذه الشركة تكون أعظم خسارة بسبب عدد عقودها، ومن هذا المنطلق يمكن للشركات من اغتنام هذه الفرص لتحقيق أرباح من اعتماد إستراتيجية المضاربة، وتجنب الخسائر المذكورة أيضا باعتماد إستراتيجية التحوط.

جدول (١٧)

اعتماد إستراتيجية المضاربة من خلال الاستثمار بأسعار الفائدة

اسم الشركة	عائد السهم	عدد الأسهم مليون	العائد الكلي	عدد العقود	سعر العقد	تغير سعر العقد	الأرباح	الخسائر	الأرباح الكلية	الخسائر الكلية
الحديثة للإنتاج الحيواني	٠.٠٥	٩٣	٤.٧	٢٠٥	٨٨	٨٩	١	-١	٢٠٥	-٢٠٥
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠	٣٢	٠	١٥٦	٨٨	٨٩	١	-١	١٥٦	-١٥٦
الشرق الأوسط للأسماك	٠.٢٩	٢٨	٨.١	٦٠٨	٨٨	٨٩	١	-١	٦٠٨	-٦٠٨
العراقية لإنتاج البذور	٠.٤٤	١٣٧	٦٠	١٨٠٠	٨٨	٨٩	١	-١	١٨٠٠	-١٨٠٠
إنتاج وتسويق اللحوم	٠	٦٢	٠	٢٠١٣	٨٨	٨٩	١	-١	٢٠١٣	-٢٠١٣
تسويق المنتجات الزراعية	٠.٢٥	٥	١.٣	٢١٩	٨٨	٨٩	١	-١	٢١٩	-٢١٩

ج: تحليل اعتماد إستراتيجية المضاربة في مجال الاقتراض:

يتبين من الجدول (١٨) اعتماد الشركات المختارة إستراتيجية المضاربة، إذ يتضح من العمود(١) مبالغ القرض (مليون دنانير)، وقد كان الإقراض في أقصاه في شركة (العراقية لإنتاج البذور) بمقدار (١١٩٧٧) مليون دينار يليه شركة (الحديثة للإنتاج الحيواني) بمقدار(١٩) مليون دينار. ولم يعتمد بقية الشركات على القروض، إذ لم تعتمد فقرة القروض في كشوفاتها المالية .

ولغرض إفادة الشركات المختارة من الفرص الاستثمارية، فقد حددت عقود خيارات لأغراض المضاربة، بنيت أساسا على مبالغ القروض (١٩×١٠٠٠٠٠٠ ١٠٠٠٠٠٠/) للشركة (الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني) وهكذا بقية الشركات، ومن العمود (١) يتضح إن عدد العقود بلغ في أقصاه في شركة (العراقية لإنتاج البذور)، إذ بلغ عدد العقود (١١٩٧٧٠) ألف عقد، ذلك إن قيمة العقد كانت (١٠٠٠٠٠) دينار لكل عقد. والهدف كان الإفادة من تغيرات أسعار الفائدة على القروض، إذ من الواجب على الشركات المختارة الاستفادة من تغيرات أسعار الفائدة عند الارتفاع، من الاقتراض مسبقا ومن ثم إعادة إقراضه بأسعار فائدة أعلى، أو الاقتراض بأسعار فائدة منخفضة قبل ارتفاع أسعار الفائدة .

ومن الجدول (١٨) المذكور، يتضح بان هناك فرص أمام الشركات المختارة، يتوجب عليها الإفادة منها واغتنامها، وهي تتحدد أساسا بانخفاض أسعار الفائدة (١٢ ـ ١١) لكل عقد، أي ارتفاعها من (١٣ ـ ١٢) لكل عقد، وعند بيع الشركات المختارة عقودا متاحة أمامها تبلغ (١٩٠) ألف عقد في شركة (الحديثة للإنتاج الحيواني)، (١١٩٧٧٠) ألف عقد في شركة (العراقية لإنتاج البذور)، وكانت قيمة العقود في بقية الشركات المختارة مساوية للصفر، والهدف من بيع هذه العقود هو لغرض تحقيق

أرباح نتيجة اقتراض الشركات بسعر فائدة منخفضة (١١) بدلا من (١٢)، وهذا بطبيعته يعوض خسارة بيع عقود الخيارات بمبلغ (٨٨) بدلا من (٨٩)هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فان الشركات قد تتعرض إلى حالة أخرى مضادة أكثر مخاطرة وهي ارتفاع أسعار الفائدة (١٣) كما هو مذكور، وهذا سوف يولد خسارة نتيجة اقتراض الشركات بأسعار فائدة مرتفعة، لكن هذه الخسارة سوف تعوض ببيع العقود بأسعار أعلى(٨٨) بدلا من٨٧عند سعر فائدة(١٣).

عليه نستخلص من كل مما تقدم، إمكانية تطبيق إستراتيجية المضاربة على مستوى الخيارات المالية في الشركات العراقية، ويقود إلى تثبيت مستوى الاقتراض في حالتي ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة .

جدول(١٨) اعتماد إستراتيجية المضاربة من خلال الاقتراض بأسعار الفائدة

اسم الشركة	القرض مليون دينار	عدد العقود ألف عقد	سعر العقد	تغير سعر العقد	تغير سعر العقد	تغير سعر الفائدة	ربح (مليون دينار)	خسارة (مليون دينار)
الحديثة للإنتاج الحيواني	١٩	١٩٠	٨٨	٨٩	-١	١	١٩٠٠	-١٩٠٠
الأهلية للإنتاج الزراعي	٠	٠	٨٨	٨٩	-١	١	٠	٠
الشرق الأوسط للأسماك	٠	٠	٨٨	٨٩	-١	١	٠	٠
العراقية لإنتاج البذور	١١٩٧٧	١١٩٧٧٠	٨٨	٨٩	-١	١	١١٩٧٧٠٠	-١١٩٧٧٠٠

إنتاج وتسويق اللحوم	٠	٠	٨٨	٨٩	-١	١	٠	٠
تسويق المنتجات الزراعية	٠	٠	٨٨	٨٩	-١	١	٠	٠

ثانياً: تطبيق إستراتيجية المضاربة بالعقود الآجلة والمستقبليات :

مناقشة وتحليل إستراتيجية المركز الطويل

يتخذ المركز الطويل Long Position على عقد لسلعة معينة عندما تشير التوقعات إلى حركة صعودية في أسعار عقود تلك السلعة أو أي أصل مالي آخر.

والشركات المشمولة بالبحث حالها حال بقية منشآت الأعمال الهادفة إلى تحقيق الأرباح سواء من نشاطها الصناعي أم عن طريق المضاربة لشراء الأسهم، السندات وأذونات الخزانة وإعادة بيعها لتحقيق المكاسب والمنافع.

ولغرض الوقوف على طبيعة هذه الإستراتيجية وكيفية اعتمادها من قبل الشركات المشمولة بالبحث. يتعين تحديد بعض البيانات الأساس في تنفيذ هذه الإستراتيجية، ومنها سعر الافتتاح في بداية العام ٢٠١١ وكما يظهره الجدول (١٩)، الذي يلاحظ فيه إن أعلى سعر افتتاح كان في شركة (دار السلام) بسعر (٦,٧) دينار، يليه شركة (الائتمان العراقي) بسعر (٢,٥٥) دينار، وهكذا بقية الشركات.

ويبين العمود (٢) سعر الإغلاق لأسهم الشركات المشمولة بالبحث، إذ حققت شركة (الشرق الأوسط للأسماك) أعلى سعر إغلاق أيضاً بمقدار (٢٥,٥) دينار وهو يزيد على سعر الافتتاح للعام ٢٠١١ نفسه.

يليه شركة (إنتاج وتسويق اللحوم)، بسعر إغلاق (٨,٠٩) دينار. وهو يزيد عن سعر الافتتاح، أما العمود (٣) فيتضمن معدل السعر الحالي للعام ٢٠١١. وقد حققت أيضاً شركة (الشرق الأوسط للأسماك) أعلى معدل للسعر، إذ بلغ (٢٢.٦) دينار، يليه شركة (إنتاج وتسويق اللحوم) بسعر (٧,٧٩) دينار، وهذه نتائج جيدة يعكسها هاتان الشركتان، ذلك إن المعدل يعد مؤشرا مهماً لسعر أسهم الشركات، يمكن منه المقارنة بين أسعار أسهم هذه الشركات، ما يؤكد هذه الحقيقة العمود (٤) المتضمن معدل السعر السابق الذي يظهر أيضاً تفوق الشركتان المذكورين (الشرق الأوسط للأسماك) بمعدل سعر (٢٠) دينار وشركة (إنتاج وتسويق اللحوم) بمعدل سعر (٥,٦) دينار، وهذه قيماً كبيرة بالمقارنة مع أسعار أسهم بقية الشركات الأخرى التي كانت في اغلبها مقاربة للواحد الصحيح.

أما العمودان (أعلى سعر)، (أدنى سعر)، فقد تمت الإشارة إليهما سابقاً، ولغرض توخي الدقة في إظهار النتائج، وكما تم الاعتماد عليه في ما طرحته الدراسات السابقة، فقد أمكن تبني معدل السعر السابق ليكون آخر سعر بيع لأسهم الشركات. وعلى وفق ما تقدم أمكن حساب عدد العقود المنفذة في العمود الأخير من الجدول (٢٢)، الذي تم تحديدها من واقع السجلات والنشرات الخاصة لسوق العراق للأوراق المالية الخاصة بالشركات المشمولة بالبحث، ويتضح من العمود الخاص بعدد العقود، بأن عدد العقود المنفذة يبلغ أقصاه في شركة (إنتاج وتسويق اللحوم) بواقع (٢٠١٣) عقداً، يليه شركة (العراقية لإنتاج البذور) بواقع (١٨٠٠) عقداً، ثم تتدرج بقية الشركات الأخرى دون هذا العدد من العقود.

جدول (١٩) بيانات متعلقة

بأسهم الشركات الأخرى والتي تحاول الشركات المشمولة بالبحث شراءها

اسم الشركة	سعر الافتتاح	سعر الإغلاق	معدل السعر الحالي	معدل السعر السابق	أعلى سعر	أدنى سعر	آخر سعر شراء	آخر سعر بيع	عدد العقود المنفذة
الحديثة للإنتاج الحيواني	١.٣٢	١.٦٦	١.٤١	١.٤٦	١.٧٥	١.١٢	١.٤٦	١.٦٦	٢٠٥
الأهلية للإنتاج الزراعي	١.١	٠.٨٤	٠.٨٨	١.١	١.١١	٠.٨	١.١	٠.٨٤	١٥٦
الشرق الأوسط للأسماك	٢٠	٢٥.٥	٢٢.٦	٢٠	٢٥.٨	١٦.٦	٢٠	٢٥.٥	٦٠٨
العراقية لإنتاج البذور	٢.٥	٤.٢	٤.٦٢	٢.٥	٦	٢.١٥	٢.٥	٤.٢	١٨٠٠
إنتاج وتسويق اللحوم	٦.١٦	٨.٠٩	٧.٧٩	٥.٦	٩.١	٦.١٦	٥.٦	٨.٠٩	٢٠١٣
تسويق المنتجات الزراعية	٤.٦٥	٦.٥	٦.٤٩	٤.٦٥	٨.٠٢	٤.٦٥	٤.٦٥	٦.٥	٢١٩

وإكمالاً للتحليل السابق فيما يتعلق بإستراتيجية المركز الطويل، فقد اشترت الشركات المشمولة بالبحث عدداً من العقود وقد تم الإشارة إلى

ذلك في الجدول السابق ، ويتضح بأن عدد الأسهم التي يتضمنها كل عقد على مستوى الشركات المشمولة بالبحث، يبينه العمود (١) من الجدول المذكور، وكان أكبر عدد من الأسهم في كل عقد في شركة (الحديثة للإنتاج الحيواني) بواقع (٤٥٣.٧) سهم في كل عقد، يليه شركة (الأهلية للإنتاج الزراعي) بواقع (٢٠٥.١) سهم في كل عقد.

بعد ذلك جاء العمود (٢) ليبين سعر السهم الحاضر، والعمود (٣) الذي يتضمن سعر السهم المستقبلي، ولغرض إكمال متطلبات إستراتيجية المركز الطويل في العقود الآجلة، يتوجب أن تكون هناك نسبة قليلة تمثل نسبة الهامش المبدئي التي تبلغ (٠,١٢) وعمولة سمسرة بواقع (٠,٠٨)، وهذا ما يتضمنه الجدول (٢٣) المشار إليه سابقاً، الذي يعرض البيانات المتعلقة بحساب الأرباح الصافية الناجمة عن شراء أسهم الشركات المشمولة بالبحث من بعضها البعض.

جدول (٢٠) البيانات المتعلقة بحساب الأرباح الصافية

الناجمة عن شراء أسهم الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	عدد أسهم العقد (مليون)	سعر السهم الحاضر	سعر السهم الآجل	نسبة الهامش الأولي	عمولة السمسرة
الحديثة للإنتاج الحيواني	٤٥٣.٧	١.٣٢	١.٦٦	٠.١٢	٠.٠٨
الأهلية للإنتاج الزراعي	٢٠٥.١	١.١	٠.٨٤	٠.١٢	٠.٠٨
الشرق الأوسط للأسماك	٤٦.٠٥	٢٠	٢٥.٥	٠.١٢	٠.٠٨
العراقية لإنتاج البذور	٧٦.١١	٢.٥	٤.٢	٠.١٢	٠.٠٨
إنتاج وتسويق اللحوم	٣٠.٨	٦.١٦	٨.٠٩	٠.١٢	٠.٠٨
تسويق المنتجات الزراعية	٢٢.٨٣	٤.٦٥	٦.٥	٠.١٢	٠.٠٨

وبعد تحديد البيانات الأساس لحساب إستراتيجية المركز الطويل في جدول (٢٠) أمكن تحديد الأرباح الصافية الناجمة عن اعتماد الإستراتيجية المذكورة، وذلك باعتماد مضمون الجدول(٢٤) الذي منه يتضح أربعة أعمدة هي، الإيرادات في العمود (١) التي حسبت من خلال المعادلة: (عدد العقود × عدد الأسهم في العقد× السعر المستقبلي)، والملاحظ على إيرادات الشركات المشمولة بالبحث إنها كانت جميعاً أقياماً موجبة، مما يظهر حقيقة تحقيق إيرادات جراء المضاربة بأسهمها في سوق المال العراقي، وقد كان أعلى إيراد من نصيب شركة (الشرق الأوسط للأسماك)، إذ حققت إيراد بلغ (٧١٤٠٠٠) دينار، يليه شركة (العراقية لإنتاج البذور) بإيراد (٥٧٥٤٠٠) دينار،ثم شركة(إنتاج وتسويق اللحوم) بإيراد (٥٠١٥٨٠) دينار، وهكذا بقية الشركات الأخرى، التي حققت إيرادات منخفضة.

ومن الجدول (٢١) المذكور، يلاحظ بأن كثيراً من الشركات المشمولة بالبحث قد تحملت تكاليف منخفضة، كانت تقل عن الإيرادات المتحققة، مما جعلها تحقق مجمل ربح، وهذه الحقيقة شملت الأعم الأغلب من الشركات باستثناء شركة الأهلية للإنتاج الزراعي التي حققت خسارة بلغت (-٨٣٢٠).

الجدير ذكره إن التكاليف هنا تم حسابها من المعادلة:

(عدد العقود × عدد الأسهم في العقد × السعر الحاضر)

ولغرض حساب صافي الربح يتوجب طرح عمولة السمسرة البالغة (٠,٠٨) من مجمل الربح، وعلى هذا الأساس أمكن حساب الأرباح الصافية كما في العمود الأخير من الجدول المشار إليه.

ويلاحظ إن أعلى الأرباح الصافية المتحققة في الشركات المشمولة بالبحث، كان في شركة (العراقية لإنتاج البذور) التي حققت ربحاً صافية بمقدار (٢١٤٢٦٨) دينار، يليه شركة (الشرق الأوسط للأسماك) التي حققت أرباحاً صافية بمقدار(١٤١٦٨٠)، وهكذا تدرجت بقية الشركات الأخرى التي حققت أرباحاً صافية، لكن الأعم الأغلب من هذه الشركات قد حققت صافي أرباح باستثناء شركة (الأهلية للإنتاج الزراعي) بخسارة بلغت (٧٦٥٤.٤-) دينار.

وعند تحليل أسباب حصول هذه الخسارة، نجدها ناجمة عن ارتفاع السعر الحاضر عن السعر الآجل، وعدم ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات مستقبلاً.

إن النتيجة المهمة التي أمكن الوصول إليها من التحليل السابق إن عوائد المركز الطويل تعتمد أساساً على مقدار الأسعار الحاضرة للأسهم وكذلك الأسعار الآجلة فضلاً عن عدد العقود وعدد الأسهم في كل عقد.

وإن تحقيق الشركات المشمولة بالبحث للأرباح الصافية أو الخسائر يكون مؤشراً على مدى تقدم أو تراجع أسعار أسهم هذه الشركات.

جدول (٢١) حساب صافي الربح

لإستراتيجية المركز الطويل في الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	الإيراد	التكاليف	مجمل الربح	صافي الربح
الحديثة للإنتاج الحيواني	١٥٤٣٨٠	١٢٢٧٦٠	٣١٦٢٠	٢٩٠٩٠.٤
الأهلية للإنتاج الزراعي	٢٦٨٨٠	٣٥٢٠٠	-٨٣٢٠	-٧٦٥٤.٤
الشرق الأوسط للأسماك	٧١٤٠٠٠	٥٦٠٠٠٠	١٥٤٠٠٠	١٤١٦٨٠
العراقية لإنتاج البذور	٥٧٥٤٠٠	٣٤٢٥٠٠	٢٣٢٩٠٠	٢١٤٢٦٨
إنتاج وتسويق اللحوم	٥٠١٥٨٠	٣٨١٩٢٠	١١٩٦٦٠	١١٠٠٨٧.٢
تسويق المنتجات الزراعية	٣٢٥٠٠	٢٣٢٥٠	٩٢٥٠	٨٥١٠

ب: تحليل تطبيق إستراتيجية المركز القصير:

يكون اللجوء إلى اعتماد إستراتيجية المركز القصيرShort Position من بيع عقد مستقبلي على سلعة ما أو أصل مالي وغيره عند توقع ميل أسعارها باتجاه الهبوط، وفي حال تحققت توقعاته فإنه يلجأ إلى إقفال مركزه بشراء عقدٍ مماثل والجدول (٢٢) يعرض البيانات الخاصة بتحديد كيفية تبني هذه الإستراتيجية .

إذ يتضمن العمود (١) من الجدول المذكور، عدد الأسهم في الشركات المشمولة بالبحث (ملايين الأسهم)، وكان عدد الأسهم المتداولة في أقصاه في شركة (العراقية لإنتاج البذور) بواقع (١٣٧) مليون سهم، يليه شركة (الحديثة للإنتاج الحيواني) بواقع (٩٣) مليون سهم. وهكذا تدرجت بقية الشركات في عدد أسهمها، ويبين العمود (٢) عدد العقود المشار إليها في إستراتيجية المركز الطويل، ثم السعر ألآني للسهم في العمود (٤)، الذي تتنبأ الشركات المشمولة بالبحث بانخفاضه بنسبة (١٠٪)، ثم العمود (٦) الذي يبن سعر السهم الآجل الناتج من انخفاض السعر ألآني بمعدل (١٠٪)، ومن البيانات المعتمدة عليها أيضاً في هذا الجانب هي عمولة السمسرة البالغة (٠,٠٨) وعلى وفق البيانات المذكورة، يمكن تحديد الإيراد الذي تسعى **الشركات المشمولة بالبحث إلى تحقيقهُ والناتج عن:**

عدد العقود × عدد الأسهم × الأسعار ألآنية

بعد ذلك أمكن حساب التكلفة عن طريق المعادلة:

عدد العقود × عدد الأسهم × الأسعار الآجلة

والملاحظ من الجدول (٢٢) المذكور إن الشركات المشمولة بالبحث جميعها قد حققت إيرادات ناجمة عن بيع أسهمها لتوقعها إنها سوف تنخفض أسعارها بنسبة (١٠٪) بحسب ما تمت الإشارة إليه انفاً، وذلك لغرض إقفال مراكزهم من شراء عقود مماثلة، ويتضح أيضاً إن التكاليف تزيد كثيراً عن الإيرادات المتحققة والسبب في ذلك ناجم عن ثبات المتغيرات المعتمدة في هذا الجانب وهي (عدد العقود، عدد الأسهم في العقود) فضلاً عن ثبات نسبة الانخفاض في الأسعار ألآنية البالغة (١٠٪) للمصارف المشمولة بالبحث جميعاً، مما أدى إلى تحقيق مجمل ربح سالب

(خسارة) لأغلب الشركات باستثناء شركة (الأهلية للإنتاج الزراعي)، إذ أنها حققت ربح بمقدار (٨٣٢٠)، وبالإمكان أيضاً من التوصل إلى صافي الربح من طرح عمولة السمسرة البالغة (٠,٠٨) من مجمل الربح كما تم حسابها في إستراتيجية المركز الطويل.

جدول (٢٢) البيانات المتعلقة

بحساب الأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	الأسهم المتداولة بالملايين	عدد العقود	عدد الأسهم	سعر السهم الآني	سعر السهم الآجل	عمولة السمسرة	الإيراد	التكلفة	مجمل الربح
الحديثة للإنتاج الحيواني	٩٣	٢٠٥	٤٥٣.٧	١.٣٢	١.٦٦	٠.٠٨	١٢٢٧٦٠	١٥٤٣٨٠	-٣١٦٢٠
الأهلية للإنتاج الزراعي	٣٢	١٥٦	٢٠٥.١	١.١	٠.٨٤	٠.٠٨	٣٥٢٠٠	٢٦٨٨٠	٨٣٢٠
الشرق الأوسط للأسماك	٢٨	٦٠٨	٤٦.٠٥	٢٠	٢٥.٥	٠.٠٨	٥٦٠٠٠٠	٧١٤٠٠٠	-١٥٤٠٠٠
العراقية لإنتاج البذور	١٣٧	١٨٠٠	٧٦.١١	٢.٥	٤.٢	٠.٠٨	٣٤٢٥٠٠	٥٧٥٤٠٠	-٢٣٢٩٠٠

إنتاج وتسويق اللحوم	٦٢	٢٠١٣	٣٠.٨	٦.١٦	٨.٠٩	٠.٠٨	٣٨١٩٢٠	٥٠١٥٨٠	-١١٩٦٦٠
تسويق المنتجات الزراعية	٥	٢١٩	٢٢.٨٣	٤.٦٥	٦.٥	٠.٠٨	٢٣٢٥٠	٣٢٥٠٠	-٩٢٥٠

ج:تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار في السهم من خلال العقود الآجلة

بالإمكان الوقوف على مؤشر الربحية عند اعتماد استراتيجيات العقود الآجلة، بعد حساب الأرباح الصافية في استراتيجيات المركز الطويل والمركز القصير، وكالآتي:-

ربحية العقود الآجلة:

تتمثل ربحية الشركات المشمولة بالبحث بمعدل التقلب في سعر العقد في عام ٢٠١١، ويمكن حسابها من المعادلة:

الربحية (العائد/ الاستثمار) = (سعر السهم في آخر المدة - سعر السهم في أول المدة) / المستوى الفعلي للهامش

ومن هذه المعادلة أمكن الوقوف على ربحية الشركات المشمولة بالبحث باعتماد البيانات الأساس المعروضة في جدول (٢٣)، إذ يتضمن العمود

(١) منه سعر السهم في آخر المدة أو الذي يمثل سعر الإغلاق في نهاية عام ٢٠١١، وسعر السهم في أول المدة يتضمنه العمود (٢) وهو يمثل سعر الافتتاح في عام ٢٠١١. ولغرض إكمال متطلبات معادلة حساب الربحية أمكن الوقوف على الفرق بين سعر السهم آخر المدة وأول المدة في العمود (٣)، ومنه يتضح بأن أغلب الشركات المشمولة بالبحث قد حققت أقياماً موجبة ناجمة عن ارتفاع سعر آخر المدة عن أول المدة، وهذا ما ينجم عنهُ مجمل ربح .

وقد حققت الشركة (إنتاج وتسويق اللحوم) أعلى ربحية إذ بلغت (١٩.٣) يليه شركة (تسويق المنتجات الزراعية) بمقدار (١٨.٥)، وهكذا بقية الشركات المشمولة بالبحث التي تدرجت بمستوياتها، وقد حققت شركة الأهلية للإنتاج الزراعي خسارة بلغت (-٢,٦) .

جدول (٢٣) تحليل العائد على الاستثمار في الشركات المشمولة بالبحث

اسم الشركة	سعر السهم الآني	سعر السهم الآجل	الفرق	الهامش الأولي	الربحية (الخسارة)
الحديثة للإنتاج الحيواني	١.٣٢	١.٦٦	٠.٣٤	٠.١	٣.٤
الأهلية للإنتاج الزراعي	١.١	٠.٨٤	-٠.٢٦	٠.١	-٢.٦
الشرق الأوسط للأسماك	٢٠	٢٥.٥	٥.٥	٠.١	٥٥

العراقية لإنتاج البذور	٢.٥	٤.٢	١.٧	٠.١	١٧
إنتاج وتسويق اللحوم	٦.١٦	٨.٠٩	١.٩٣	٠.١	١٩.٣
تسويق المنتجات الزراعية	٤.٦٥	٦.٥	١.٨٥	٠.١	١٨.٥

ثالثاً: تطبيق إستراتيجية المضاربة بعقود المبادلات :

يتم تحديد سعر العملات الأجنبية عند إبرام العقد المتعلق بمبادلة هذه العملات، وبموجب هذه الأسعار يتم احتساب تدفق الأموال بينهما وهو غالباً ما يمثل الأسعار الآتية في مدة العقد، تدفع كل طرف للآخر فائدة العملات التي استلمها ويكون احتساب الفائدة لكلا العمليتين إما على أساس سعر ثابت أو متغير أو على أساس سعر ثابت لعملة مقابل سعر متغير للعملة الأخرى.

وكل الطرق تسبب مراكز مفتوحة بالعملات الأجنبية لكلا الطرفين (أصحاب عقد المبادلة) ومن ثم تتعرض الى تقلبات أسعار العملة، والحل الآخر هو إجراء تبادل عملات بسعر ثابت(Fixed currency swap) التي يكون أشبه بعملية بيع ولكن بإعادة تبادل هذه المبالغ في نهاية مدة العقد (حبش، ١٩٩٨، ٢٨٣).

جدول (٢٤) البيانات المتعلقة بمجموع التمويل لعام (٢٠١١)

(المبالغ بملايين الدنانير).

اسم الشركة	مجموع مصادر التمويل بعملة الدينار	مجموع مصادر التمويل بعملة الدولار	الفائدة على الدينار	الفائدة على الدولار
الحديثة للإنتاج الحيواني	٤٤٥٠	٣.٦٤٨	٠.١٢	٠.١٤
الأهلية للإنتاج الزراعي	٢٢٨	٠.١٨٧	٠.١٢	٠.١٤
الشرق الأوسط للأسماك	٨٠٩	٠.٦٦٣	٠.١٢	٠.١٤
العراقية لإنتاج البذور	١٨٤٢٣	١٥.١	٠.١٢	٠.١٤
إنتاج وتسويق اللحوم	٨٥٤٧	٧.٠٠٦	٠.١٢	٠.١٤
تسويق المنتجات الزراعية	١٠٨٢	٠.٨٨٧	٠.١٢	٠.١٤

ملاحظة: احتسبت العملة الأجنبية بسعر المزاد ليوم ٣-١١-٢٠١٥ والبالغ (١٢٢٠) دينار للدولار الأمريكي الواحد.

يلاحظ من الجدول (٢٤) المتضمن مجموع مصادر التمويل الفعلية للشركات المشمولة بالبحث لعام (٢٠١١)، ومنه يتبين أن شركة العراقية لإنتاج البذور جاءت في المستوى الأول، حيث بلغ فيه مجموع مصادر التمويل (١٨٤٢٣) مليون دينار يقابله (١٥.١) مليون دولار، تليه شركة إنتاج وتسويق اللحوم في المستوى الثاني، حيث بلغ فيه (٨٥٤٧) مليون دينار عراقي ويقابله (٧.٠٠٦) مليون دولار، وجاءت شركة الأهلية للإنتاج الزراعي في المستوى الأخير للشركات المشمولة بالبحث، حيث بلغ فيها هذا الرصيد (٢٢٨) مليون دينار يقابله (٠.١٨٧) مليون دولار.

وأن الافتراضات التي تقوم عليها هذه الفقرة هي أن معدل الفائدة على الدينار العراقي (١٢%) وهي مساوية لما هو مدفوع من قبل المصارف التجارية على الودائع الثابتة، وأن الفائدة المدفوعة على الدولار تساوي (١٤%) بحسب مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والنشرة الصادرة عنه لعام (٢٠١١).

ولغرض تبسيط الحسابات وإجراء عملية مبادلة العملات بين الشركات المشمولة بالبحث فقد اعتمد البحث طريقة مبادلة العملة المحلية بالدولار الأمريكي وذلك لشيوع استعمال هاتين العملتين دون سواهما على المستوى المحلي، واعتمادهما كأساس لإصدار نشرات سوق العراق للأوراق المالية، والجدير ذكرهُ هنا، أن عمليات تبادل العملات الأخرى لا تختلف عن ذلك وكما سيعرضه البحث ولمدة خمس سنوات مستقبلية. وتكون عمليات المبادلة بين الشركات المشمولة بالبحث كالآتي:

مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني والشركة الأهلية للإنتاج الزراعي.

جدول(٢٥) يوضح التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار.

(المبالغ بملايين الدنانير)

	الحالة الأولى مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي (الدينار مقابل الدولار)		الحالة الثانية مبادلة الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)	
التاريخ	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار
بداية العقد	٣.٦٤٨	٤٤٥٠	٠.١٨٧	٢٢٨
نهاية السنة الأولى	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الثانية	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الثالثة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الرابعة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الخامسة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأقيام المدفوعة.

يبين الجدول (٢٦) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدينار مقابل الدولار) (٤٤٥٠) مليون دينار إلى شركة الأهلية للإنتاج الزراعي التي بدورها تلتزم بدفع (٣.٦٤٨) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، ومقابل ذلك تدفع شركة الأهلية للإنتاج الزراعي فائدة الدولار البالغة (٠.١٤) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (٠.١٢) إلى شركة الأهلية للإنتاج الزراعي ، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الأولى، حيث تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مبلغاً قدره (٢٢٨) مليون دينار إلى شركة الخليج التجاري، حيث تعمل الأخيرة على دفع (٠.١٨٧) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (٠.١٢) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (٠.١٤) على الدولار إلى شركة الأهلية للإنتاج الزراعي.

مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة الشرق الأوسط للأسماك.

جدول (٢٦) يوضح التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة الشرق الأوسط للأسماك الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار.

(المبالغ بملايين الدنانير)

	الحالة الأولى		**الحالة الثانية**	
	مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة الشرق الأوسط للأسماك (الدينار مقابل الدولار)		**مبادلة الشركة الشرق الأوسط للأسماك مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)**	
التاريخ	**التدفق بالدولار**	**التدفق بالدينار**	**التدفق بالدولار**	**التدفق بالدينار**
بداية العقد	٣.٦٤٨	**٤٤٥٠**	**٠.٦٦٣**	**٨٠٩**
نهاية السنة الأولى	(٠.١٤)	**(٠.١٢)**	**(٠.١٤)**	**(٠.١٢)**
نهاية السنة الثانية	(٠.١٤)	**(٠.١٢)**	**(٠.١٤)**	**(٠.١٢)**
نهاية السنة الثالثة	(٠.١٤)	**(٠.١٢)**	**(٠.١٤)**	**(٠.١٢)**
نهاية السنة الرابعة	(٠.١٤)	**(٠.١٢)**	**(٠.١٤)**	**(٠.١٢)**
نهاية السنة الخامسة	(٠.١٤)	**(٠.١٢)**	**(٠.١٤)**	**(٠.١٢)**

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأقيام المدفوعة.

يبين الجدول (٢٦) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (٤٤٥٠) مليون دينار إلى شركة الشرق الأوسط للأسماك التي بدورها تلتزم بدفع (٣.٦٤٨) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (٠.١٤) إلى شركة الشرق الأوسط للأسماك التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (٠.١٢) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الأولى، حيث تدفع شركة الشرق الاوسط للأسماك مبلغاً قدره (٨٠٩) مليون دينار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الاخيرة على دفع (٠.٦٦٣) مليون دولار الى شركة الشرق الاوسط للأسماك مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (٠.١٢) الى شركة الشرق الاوسط للأسماك التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (٠.١٤) على الدولار الى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة العراقية لإنتاج البذور.

جدول (٢٧) يوضح التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة العراقية لإنتاج البذور الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار.

(المبالغ بملايين الدنانير)

	الحالة الأولى		الحالة الثانية	
	مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة العراقية لإنتاج البذور (الدينار مقابل الدولار)		مبادلة الشركة العراقية لإنتاج البذور الزراعي مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)	
التاريخ	**التدفق بالدولار**	**التدفق بالدينار**	**التدفق بالدولار**	**التدفق بالدينار**
بداية العقد	٣.٦٤٨	٤٤٥٠	١٥.١	١٨٤٢٣
نهاية السنة الأولى	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الثانية	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الثالثة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)

نهاية السنة الرابعة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الخامسة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأقيام المدفوعة:

يبين الجدول (٢٧) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (٤٤٥٠) مليون دينار إلى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك والتي بدورها تلتزم بدفع (٣.٦٤٨) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (٠.١٤) إلى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (٠.١٢) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الأولى، حيث تدفع شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك مبلغاً قدره (١٨٤٢٣) مليون دينار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الأخيرة على دفع (١٥.١) مليون دولار إلى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (٠.١٢) إلى شركة العراقية لإنتاج البذور للأسماك التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (٠.١٤) على الدولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

مبادلة العملات بين شركة وشركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة إنتاج وتسويق اللحوم.

جدول (٢٨) التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة إنتاج وتسويق اللحوم الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار.

(المبالغ بملايين الدنانير)

	الحالة الأولى		**الحالة الثانية**	
	مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع الشركة إنتاج وتسويق اللحوم (الدينار مقابل الدولار)		مبادلة الشركة إنتاج وتسويق اللحوم مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)	
التاريخ	**التدفق بالدولار**	**التدفق بالدينار**	**التدفق بالدولار**	**التدفق بالدينار**
بداية العقد	٣.٦٤٨	٤٤٥٠	٧.٠٠٦	٨٥٤٧
نهاية السنة الأولى	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الثانية	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)

نهاية السنة الثالثة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الرابعة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الخامسة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأقيام المدفوعة

يبين الجدول (٢٨) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (٤٤٥٠) مليون دينار إلى شركة إنتاج وتسويق اللحوم والتي بدورها تلتزم بدفع (٣.٦٤٨) مليون دولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (٠.١٤) إلى شركة إنتاج وتسويق اللحوم التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (٠.١٢) إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الأولى، حيث تدفع شركة إنتاج وتسويق اللحوم مبلغاً قدره (٨٥٤٧) مليون دينار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الأخيرة على دفع (٧.٠٠٦) مليون دولار إلى شركة إنتاج وتسويق اللحوم مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (٠.١٢) إلى شركة إنتاج وتسويق اللحوم التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (٠.١٤) على الدولار إلى شركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

مبادلة العملات بين شركة الحديثة للإنتاج الحيواني وشركة تسويق المنتجات الزراعية.

جدول (٢٩)التدفق النقدي لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني ، شركة تسويق المنتجات الزراعية الناتج عن التبادل في عملية الدينار مقابل الدولار.

(المبالغ بملايين الدنانير)

	الحالة الأولى		الحالة الثانية	
	مبادلة شركة الحديثة للإنتاج الحيواني مع شركة تسويق المنتجات الزراعية (الدينار مقابل الدولار)		مبادلة شركة تسويق المنتجات الزراعية مع شركة الحديثة للإنتاج الحيواني (الدولار مقابل الدينار)	
التاريخ	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار	التدفق بالدولار	التدفق بالدينار
بداية العقد	٣.٦٤٨	٤٤٥٠	٠.٨٨٧	١٠٨٢
نهاية السنة الأولى	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الثانية	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)

نهاية السنة الثالثة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الرابعة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)
نهاية السنة الخامسة	(٠.١٤)	(٠.١٢)	(٠.١٤)	(٠.١٢)

ملاحظة: تشير الأقواس إلى الأقيام المدفوعة.

يبين الجدول (٢٩) مبادلة الدولار بالدينار العراقي، وذلك بأن تعطي الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني (٤٤٥٠) مليون دينار إلى شركة تسويق المنتجات الزراعية التي بدورها تلتزم بدفع (٣.٦٤٨) مليون دولار إلى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني، ومقابل ذلك تدفع الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني فائدة الدولار البالغة (٠.١٤) إلى شركة تسويق المنتجات الزراعية التي تقوم بدورها بدفع فائدة الدينار البالغة (٠.١٢) إلى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني، وتحصل الحالة الثانية على العكس تماماً من الحالة الأولى، حيث تدفع شركة تسويق المنتجات الزراعية مبلغاً قدره (١٠٨٢) مليون دينار إلى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني، حيث تعمل الأخيرة على دفع (٠.٨٨٧) مليون دولار إلى شركة تسويق المنتجات الزراعية مع التزامها بدفع الفائدة على الدينار العراقي والبالغة (٠.١٢) إلى شركة تسويق المنتجات الزراعية التي تلتزم بدفع فائدة قدرها (٠.١٤) على الدولار إلى الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني.

وعلى هذا الأساس يمكن إجراء المبادلات مع الشركات الأخرى المتبقية بعضها مع البعض الآخر وعلى الترتيب نفسه، والهدف من ذلك هو المضاربة وتحقيق الأرباح عبر الإفادة من سعر صرف الدينار مقابل الدولار .

الفصل السابع

الإفصاح عن المخاطر البنكية في التعاملات السهمية والتحوطات المأخوذة

إن الإفصاح الجيد والكافي والملائم في البيانات والتقارير المالية للشركات وما يحوي من معلومات عن المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة يساعد مستخدمي البيانات المحاسبية على تقدير أو توقع المخاطر مما يساعدهم على اتخاذ قراراتهم على أسس واضحة ، وهذا يتفق مع الخصائص النوعية للبيانات في القوائم المالية، ومن هذه الخصائص الملائمة والقابلية للفهم ، القابلية للمقارنة والتوقيت بالإضافة إلى خاصيتين مهمتين وهما الموثوقية والمصداقية.

كما وأظهرت العديد من الدراسات على المستوى العالمي والمحلي أن توفير معلومات جيدة عن أوضاع الشركة وعن المخاطر التي تتعرض لها أو من الممكن أن تتعرض لها، له اثر مباشر في تحديد أسعار الأسهم والتنبؤ بعوائد تلك الأسهم وبالتالي توجيه المستثمرين نحو الاستثمار الجيد

أهمية الدراسة وأهدافها:

انعكس فشل بعض الشركات المساهمة العامة الأردنية التي تم تصفيتها كما اشرنا سابقا على إلحاق الضرر بالعديد من صغار المستثمرين ، والتي كان من الممكن تجنبها لو أن الإفصاح عن المخاطر التي كانت تواجهها تلك الشركات قد تم الإفصاح عنها بشكل دقيق وكامل وبالوقت المناسب ، لذا سنحاول من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على محتوى افصاحات إدارة المخاطر المالية في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة

العامة الأردنية المدرجة في السوق المالي الأردني لما لذلك من أهمية لدى جميع إطراف المعادلة الاقتصادية ، من مستثمرين ودائنين وإداريين ومساهمين. **وتأخذ هذه الدراسة أهميتها من الأسباب التالية:**

أنها دراسة لافصاحات ألمخاطر في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في السوق المالي الأردني وقد تكون الدراسة الأولى لهذا الجانب من الإفصاح ..

التعرف على الوسائل المتخذة من قبل إدارة الشركات لتجنب أو التخفيف من عوامل المخاطر،

إن نتائج هذه الدراسة سوف تلقي إضاءة على أوجه القصور في الإفصاح عن المخاطر وكذلك الأوجه الايجابية فيما يخص الإفصاح الطوعي والإلزامي عن المخاطر التي تواجه الشركات المساهمة العامة الأردنية .

مشـكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة بوجود قصور بالإفصاح عن المخاطر المالية في التقارير السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان مما قد يشكل عائق أمام أصحاب القرار الاقتصادي لاتخاذ القرارات المناسبة التي تبنى على معلومات كاملة وشفافة.

ويمكن إدراك مشكلة الدراسة من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

مدى احتواء التقارير السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية على **الافصاحات عن:**

ا- مخاطر العملة وكيفية تجنبها .

ب – مخاطر سعر الفائدة وكيفية تجنبها .

ج – مخاطر الإقراض والاقتراض وكيفية تجنبها

د- مخاطر الأدوات المالية وكيفية تجنبها .

هل الإفصاح عن هذه المخاطر في التقارير السنوية كان بالشكل الكافي من النواحي الكمية والكيفية.

هل هناك اختلاف إحصائي جوهري في الإفصاح عن المخاطر التي تتعرض لها الشركات بين القطاعات الاقتصادية المختلفة .

منهجية الدراسة:

استرشدت هذه الدراسة بالمنهجية التي قام بها الباحثان (Lajili & Zaghal -٢٠٠٥) لدراسة تحليل محتوى افصاحات المخاطر في التقارير السنوية للشركات الكندية. وتم تصميم " جداول " ، فرغت فيها جميع البيانات المتعلقة بافصاحات المخاطر المالية في التقارير السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية لعينة الدراسة.**وتم ذلك وفقا الخطوات التالية :**

تم تجميع التقارير السنوية للشركات ألمساهمه ألعامه الأردنية .

تم وضع(نموذج) مكون من أربعة أجزاء حول المخاطر ولتحوط من المخاطر ، **والأجزاء هي كما يلي:**

الجزء الأول: مخاطر العملة.

الجزء الثاني: سعر الفائدة.

الجزء الثالث: مخاطر الإقراض والاقتراض.

الجزء الرابع: مخاطر الأدوات المالية.

أعطي كل سؤال من النموذج (٤) أربعة مستويات هي (لا ينطبق ولم يعطى أي نقطة ، أفصحت عن البند (أي ذكر بند المخاطرة) وأعطي نقطتين ، أفصحت عن البند كتابه (بشكل إنشائي)أعطي ثلاثة نقاط ، أفصحت عن البند بمؤشرات كميه) وأعطي خمسة نقاط

قسمت الدرجات الفعلية والبالغة (٥) خمس درجات على كل سؤال.

مجتمع الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي والتي يبلغ عددها (٢٤٣) شركة قي نهاية عام ٢٠٠٧، **موزعة كما يلي:**

(١٠٤) في القطاع المالي - (٥٢) في قطاع الخدمات- (٨٧) في القطاع الصناعي، (هيئة الأوراق المالية)

تم اخذ عينة "ة طبقية" مكونة من (٥٠) شركة من مختلف القطاعات بما يشكل حولي ٢٠%من إجمالي الشركات وموزعة بنسبة وتناسب متفقة مع نسبة عدد الشركات في كل قطاع إلى إجمالي عدد الشركات، **وكان عدد العينة كما يلي** :

(٢١) القطاع المالي.

(١٢) قطاع الخدمات.

(١٧) القطاع الصناعي

فرضيات الدراسة:

سيتم اختبار الفرضيات التالية :

أولاً - الفرضية الأولى:-

Ho: لا تقوم الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح عن المخاطر العملة في تقاريرها السنوية.

ثانيا - الفرضية الثانية:-

Ho: لا تقوم الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح عن المخاطر سعر الفائدة في تقاريرها السنوية.

ثالثا - الفرضية الثالثة:-

HO: لا تقوم الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح عن مخاطر الإقراض والاقتراض في تقاريرها السنوية.

رابعا - الفرضية الرابعة:-

HO: لا تقوم الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية في تقاريرها السنوية.

خامسا - الفرضية الخامسة:-

HO: لا يوجد اختلاف ذو دلالة إحصائية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة للشركات المساهمة العامة الأردنية في مدى الإفصاح عن المخاطر التي تتعرض لها.

التعريفات الإجرائية:

مبدأ الإفصاح الكامل:

أن تحوي القوائم المالية معلومات مالية فيها الكفاية للتأثير على حكم القاري لتلك المعلومات.(kieso &et al ٢٠٠٧ –p١٢٨٢).

١. المخاطر النظامية: Systematic Risk

وتسمى كذلك مخاطر السوق market risk وهي المخاطر الناتجة عن عوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية ذات تأثير عام ولا تخص شركة بعينها أو قطاع بعينة ، وإذا كنا في بعض أنواع المخاطر يمكن أن نتجنبها بالتنوع ففي هذا النوع من المخاطر لا يمكن تجنبها بالتنوع ويطلق عليها المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع .(Ross&et –p-٢٦٢)

٢. المخاطر غير النظامية: Un systematic Risk

وهي المخاطر التي تخص قطاع معين ،صناعي ، خدمي أو مالي أو يخص شركة معينة مثل كفاءة وقدرة الإدارة أو أذواق المستهلكين اتجاه سلعة معينة أو مخاطر تشغيلية Operating risk . (Ross&et –p-٢٦٢

٣. إدارة المخاطر:

هي عملية تتم من جانب مجلس أدارة المنشاة ، والإدارة التنفيذية فيها وغيرهم من الموظفين ، وتطبق في بيئة إستراتيجية داخل المنشاة ، بهدف تحديد الأحداث المحتملة التي قد توثر عليها. وإدارة المخاطر تكون في إطار مقدار المخاطر التي يمكن أن تقبل المنشاة تحملها لتقديم ضمانات معقولة فيما يتعلق بتحقيق أهدافها).

(ف. فانستابيل- ٢٠٠٧ - international@ccrek.be)

عرفت (المعايير الدولية -٢٠٠٧) "قائمة المصطلحات " قي الصفحات (٢٤١٣ إلى ٢٤٦١)**المخاطر كما يلي:**

١. المخاطر المالية :

هي مخاطر حدوث تغيير مستقبلي محتمل في واحد أو أكثر من سعر فائدة ، سعر أداة مالية ، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار أو معدلات ، درجة الملاءة، مؤشر الائتمان ، أو غيرها من المتغيرات ، على انه في حالة المتغير غير المالي لا يكون المتغير مخصصا لطرف محدد في العقد

٢. مخاطر الائتمان:

مخاطر أخفاق احد أطراف الأداة المالية في تلبية التزام ما والتسبب في أن يتحمل الطرف الأخر خسارة مالية .

٣. المخاطر السوقية :

المخاطر التي تتعلق بالقيمة العادلة للبيانات المالية المستقبلية للأدوات المالية التي سيتم تقلبها بسبب التغير في سعر السوق، **تتضمن المخاطر السوقية ثلاثة أنواع من المخاطر:**

مخاطر العملة .

مخاطر سعر الفائدة .

مخاطر أسعار أخرى

أ. مخاطر العملة :

وهي مخاطرة تقلب قيمة أداة مالية بسبب التغيرات في أسعار الصرف الأجنبي .

ب. مخاطر سعر الفائدة :

تعني بان القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية سوف تتذبذب بسبب التغيرات في سعر الفائدة في السوق .

٤. مخاطر السيولة:

وهي الصعاب التي تواجه المنشاة في تدبير الأموال للوفاء بالالتزامات المتعلقة بالأدوات المالية .

٥. مخاطر السعر الأخرى:

وتعني بان القيمة العادلة للتدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية سوف تتذبذب بسبب التغيرات في أسعار السوق (باستثناء تلك الناجمة من مخاطرة سعر الفائدة أو مخاطرة العملة)، سواء نجمت هذه التغيرات بسبب عوامل خاصة بالإدارة المالية الفردية أو الجهة التي أصدرتها أو عوامل تؤثر على جميع الأدوات المالية المماثلة المتداولة في السوق .

٦. أداة التحوط :

مشتق محدد أو (في حال تحوط لمخاطر التغييرات في أسعار صرف العملة الأجنبية فقط)أصل مالي أو التزام مالي محدد غير مشتق يتوقع أن تعادل قيمته العادلة أو تدفقاته النقدية التغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية لبند محوط محدد .

٧. البند المحوط :

هو أصل، أو التزام، أو التزام مؤكد، أو معاملة متوقعة محتملة جدا، **أو صافي استثمار في عملية أجنبية :**

(ا) يعرض المنشاة لمخاطرة التغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية .

(ب) يتم تحديده على أنة محوط .

٨. الملائمة:

تكون المعلومات ملائمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين من خلال مساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية أو الحالية أو المستقبلية أو تأكيد أو تصحيح عمليات التقييم السابقة الخاصة بهم لمعايير محددة.

الدراسات السابقة:

١. الدراسات العربية:

هناك العديد من الدراسات حول موضوع الإفصاح والمخاطر التي تواجه الشركات :

فقد قام سعادة (١٩٩٩)بدراسة مدى الإفصاح في التقارير المالية من وجهة نظر المستفيدين في الأردن ، حيث اخذ عينة من (١٥٩) شخصا موزعه مابين موظفي الدولة وقطاع الوسطاء وقطاع البنوك والشركات المساهمة العامة الأردنية ومدققي الحسابات القانونيين الأردنيين، ووجد أن

متوسط أهمية الإفصاح لدى العينة ٨٥%، وكان الاهتمام الأكبر في الإفصاح لدى المدققين .

أما دراسة عباد (٢٠٠٠) فقد هدفت إلى معرفة طبيعة العلاقة بين المخاطر النظامية ودقة التنبؤ بالإرباح، وكذلك معرفة طبيعة العلاقة بين بيتا المحاسبية ولدقة بالتنبؤ بالإرباح. وشملت عينة الدراسة (٢٨) شركة مساهمة.

ومن نتائج الدراسة :

عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التنبؤ بالإرباح وبيتا المحاسبية

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية (سالبة)بين بيتا السوق والخطأ بالتنبؤ بالإرباح.

وركزت دراسة موسى(٢٠٠١) على معرفة المعلومات المطلوبة من قبل المستثمرين والتي تعتبر من وجهة نظرهم مهمة في اتخاذ الفرارات الاستثمارية ومدى أهمية المعلومات المحاسبية في الاسترشاد نحو استثمارات مجدية، وكذلك التعرف على أوجه القصور في القوائم والتقارير المالية، وقد تم اختيار عينة غير احتمالية مكونة من (٤٥) شركة.

وخلصت الدراسة إلى انه لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين أراء المستثمرين حول المعلومات المحاسبية المنشورة في القوائم المالية حسب العمر والمهنة وفئة المستثمر وبالعكس يوجد فوارق ذات دلالة إحصائية حسب المؤهل العلمي. وبينت الدراسة الأهمية الكبيرة للمعلومات المنشورة في القوائم المالية للشركات

إما دراسة الهبيل (٢٠٠٣) فقد هدفت لمعرفة مدى ملائمة تعليمات الإفصاح وكفايتها لخدمة قرار الاستثمار بالأوراق المالية في الأردن وأثرها على ملائمة المعلومات المحاسبية المنشورة ،وكذلك معوقات استخدام المعلومات المحاسبية المنشورة وشركات الخدمات المالية،

تشكلت عينة الدراسة من شركات الخدمات المالية المرخصة لدى هيئة الأوراق المالية العاملة في سوق عمان المالي والمرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية. وخلصت الدراسة إلى ملائمة تعليمات الإفصاح بدرجة كبيرة لخدمة قرار الاستثمار في الأوراق المالية ولكن بنفس الوقت عدم كفايتها لهذا القرار.

أما دراسة حميدات (٢٠٠٤) فقد هدفت لتعرف على مدى التزام الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية بموجب القرار رقم (١) لسنة ١٩٩٨ ومعايير المحاسبة الدولية، أجريت الدراسة على (٦٦) شركة صناعية مدرجة في السوقين الأول والثاني في بورصة عمان ، وخلصت الدراسة إلى أن الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في البورصة تلتزم بالإفصاح الوارد في تعليمات الإفصاح الصادر عن الهيئة ومعايير المحاسبة الدولية بنفس النسبة تقريباً وهي حوالي ٧٩ % .

إما دراسة أبو نصار وآخرون (٢٠٠٤) فقد هدفت إلى التحقق من مدى أهمية البنود التي تضمنتها تعليمات الإفصاح الصادرة عن الهيئة الأوراق المالية، وكذلك التحقق من مدى كفاية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ، وتم اختبار عينة عشوائية تتكون من (١٠٠) استبانة موزعة بين المدققون المرخصون،و معدو القوائم المالية للشركات المساهمة، بالإضافة إلى المستثمرين في أسهم الشركات المساهمة

وخلصت الدراسة إلى إن الغالبية العظمى من البنود التي تضمنتها التعليمات الخاصة بالبيانات المالية هي ذات أهمية نسبيه، وان تعليمات الإفصاح تلبي احتياجات مستخدمي البيانات المالية بمستوى أعلى من المتوسط ، إن التعليمات تساعد في عملية اتخاذ القرار الاقتصادي.

وقد هدفت دراسة المهندي(٢٠٠٤) إلى قياس مستوى الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية للشركات ألمساهمه العامة الصناعية وكذلك كفاية المعلومات المفصح عنها في هذه التقارير ووجهة نظر المستثمرين، وتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة وعددها (٨٤) شركة .

وخلصت الدراسة إلى أهمية جميع بنود المعلومات الواردة في التقارير المالية السنوية ، وبلغ متوسط مستوى الإفصاح عن المعلومات الواردة قي التقارير المالية السنوية نسبة (٧٣%) علما أن أعلى مستوى بلغ (٨٥%) وأدنى مستوى بلغ (١٠%) وقد بينت الدراسة أن هناك تطور في الإفصاح من سنة إلى أخرى.

إما دراسة HODDER (٢٠٠١) فقد هدفت لمعرفة الاختلاف في تفسير المخاطرة من قبل المستفيدين من البيانات المالية الناتج عن الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة بناءا على التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأمريكية رقم (FFR.٤٨) لسنة ١٩٩٧ لإعداد التقارير المالية السنوية، وتمثلت عينة الدراسة ب(٤٠) شركة صناعية مثل صناعة السيارات، الغاز ،بترول ،كمبيوتر ،كيماويات بالإضافة إلى (٩١)بنك ، وتوصلت الدراسة إلى عدم الالتزام من قبل الشركات في تطبيق تعليمات (FFR.٤٨)، وان افصاحات المخاطر بموجب هذه التعليمات لا يوجد لها مقيدات مادية واضحة.

وقد هدفت الدراسة التي أجراها Mohan(٢٠٠٢) إلى التعرف على اثر افصاحات المخاطر في التقارير السنوية المعدة وفق تعليمات ٤٨ FRR الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأمريكية على أسعار الفائدة وسعر الصرف لأجنبي وسعر السلعة من وجهة نظر المستثمرون وتقييم توقعاتهم من واقع افصاحات المخاطرة في التقارير السنوية .

شملت عينة الدراسة (٤١٦) شركة وخلصت الدراسة إلى انه في حالة عدم وجود تعليمات (FFR.٤٨) فان حجم التعاملات التجارية تتغير بشكل ايجابي ويشكل مطلق لكل من سعر الفائدة وسعر الصرف وسعر السلعة ،وكذلك في حالة الإفصاح بموجب تعليمات (FFR.٤٨) فان حجم التعاملات التجارية يتأثر يشكل أبطأ لسعر الفائدة وسعر الصرف وسعر السلعة .

إما دراسة- .Glaum & Street (٢٠٠٣) فقد هدفت إلى المقارنة بين متطلبات تعليمات الإفصاح حسب معايير المحاسبة الدولية(IAS) ومتطلبات الإفصاح حسب (GAAP) المبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاماً المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد شملت الدراسة عينة من (١٠٠) مائه شركة تطبق معايير المحاسبة الدولية (IAS) وكذلك مائه شركة أخرى تطبق المعايير الأمريكية (GAAP) ، وجاءت نتيجة الدراسة بالتطابق بمستويات الإفصاح بين كلا النوعين من الشركات وكانت ما بين (٤١.٦ % - ١٠٠ %) وبمعدل وسطي ٨٣.٧ %.

تناولت دراسة Mercer (٢٠٠٤) أربعة عوامل تؤثر في رأي المستثمرين حول مصداقية إفصاحات الإدارة وهي: مواقف حساسة في توقيت الإفصاح ، مصداقية الإدارة ((القدرة على الإفصاح، وجديرة بالثقة)). مستوى التأكد الداخلي والخارجي، خصائص الإفصاح نفسه.

وقد أظهرت الدراسة أن مصداقية الإفصاح تكون عالية عندما يكون لدى الإدارة قليل من الإحساس في تضليل المستثمرين أو أن تميل أن تكون جديرة بالثقة وكذلك أظهرت الدراسة أن مصداقية الإفصاح تتأثر في الخصائص المختلفة للإفصاح نفسه مثل، الدقة و المكان، والتوقيت، وكمية المعلومات المقدمة، وكذلك أظهرت الدراسة أن إفصاحات الإدارة مصدر ثمين فعلاً للمستثمرين.

وقد هدفت دراسة Steven,et al (٢٠٠٥) إلى فحص العلاقة بين الإفصاح الطوعي للشركات و التنوع العالمي لهذه الشركات. بافتراض أن تناسق المعلومات وحجم تكاليف الوكالة "الإدارة" تزيد مع التنوع العالمي للعمليات لهذه الشركات وكذلك زيادة التمويل. وتكونت عينة الدراسة من (٢١٦) شركة موزعة على (١٧) بلد في العالم ، وتوصل الباحث إلى النتائج التالية: إن زيادة الإفصاح تساعد المستثمرين في زيادة الرقابة على الإدارة.وكذلك إن الشركات التي لها أكثر عمليات عالمية تبين أنها تتمتع بإفصاح اختياري اكبر في قوائمها المالية.بالإضافة الى إن زيادة العمليات العالمية وزيادة التمويل للشركة وكذلك تنوع العمليات تحفز إدارة الشركة على رفع مستوى الإفصاح.

تناولت دراسة Iajili & Zeghal (٢٠٠٥)تحليل محتوى الإفصاح عن المخاطر التي تمارسها الإدارة في التقارير المالية السنوية للشركات الكندية والإفصاح عنها لجميع الأطراف الخارجيين المستفيدين من المعلومات المالية بالإضافة للمساهمين، لم تركز هذه الدراسة على المخاطر المالية فقط وإنما على المخاطر غير المالية مثل المخاطرة السوقية والمخاطرة التشغيلية والبيئية، أي أنها تركز على جميع جوانب الخطر وناقشت الدراسة ثلاثة أنواع من أساليب كشف الخطر وهذه

الأنـواع هي الإفصاح عن الخـطر للإدارة (داخلي) لإدارة المؤسسة ، والإفصاح (الخارجي) الإفصاح للمستخدم الخارجي للبيانات والتقارير المالية والنوع الثالث من الإفصاح ، فهو الإفصاح عن المخاطر الذي يهم الإدارة والمستخدمين الخارجيين في نفس الوقت.

أجريت الدراسة على (٣٠٠) شركة في مختلف القطاعات الاقتصادية من صناعة البيرة والتبغ و صناعات النفط والغاز ومحلات بيع المواد الغذائية والتعدين **وأظهرت نتائج الدراسة أن:**

أن معظم الشركات تمارس النوعين من الإفصاح (الإلزامي والطوعي) حتى يستفيد منه أصحاب القرار.

أن درجة الإفصاح تختلف بين الإفصاح الطوعي والإفصاح الإجباري .

أن المخاطر المالية تبدو أكثر احتمالا وهي الأكثر تأثير على عمليات الشركة.

أن معظم افصاحات المخاطرة ذات معلومات وصفية وبنسبة ٤٦,٧٧%.

أن التقارير تهمل عناصر مهمة من خريطة المخاطر التي تتعرض لها الشركة.

أن احتمالية وقوع المخاطر يتفاوت من نادرة إلى مؤكدة حسب الافصاحات.

الإطار النظري- مفهوم المخاطرة ،ومفهوم أدارة المخاطر ومتطلباتها والإفصاح عنها:

مفهوم المخاطر وإدارة المخاطر:

بازدياد تعقيد الحياة في العصر الحاضر ازدادت المخاطر التي تواجه الشركات وتنوعت إشكالها وتعقدت وسائل إدارتها ونحن في هذا البحث بصدد دراسة المخاطر التي تواجه الشركات الأردنية وكيف تفصح هذه الشركات عن هذه ألمخاطر سواء التي تعرضت لها أو من الممكن أن تتعرض لها ،وكذلك كيفية إدارة هذه الشركات لتلك ألمخاطر وإمكانية تجنبها أو التخفيف من أثارها السلبية على كل من الاقتصاد بشكل عام والمستثمر بشكل خاص.

وأشار(Lajili & Zaghal ٢٠٠٥ - p٢) انه من المتوقع إن تسعى الشركات للحصول على معلومات عن المخاطر حتى تمكن مستخدمي هذه المعلومات من وضع استراتيجيات للسيطرة على هذه المخاطر، ويساعد كذلك في التعرف على المشاكل الإدارية وتقييم فاعلية الإدارة في التعامل مع حالات الاضطراب في مجال الإعمال والفرص المتاحة.

والقرارات المالية تكون معتمدة على توقعات حول ما سوف يحدث في المستقبل إلا أن نتائج هذه القرارات لن تتحقق بالطريقة التي بأملها متخذ القرار إلا أذا سارت الأمور كما كان متوقعا. ولذلك فان تحليل القوة التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأحداث عن مسارها المتوقع هو بالضبط ما يشار إلية بالمخاطر .(القري-٢٠٠٨)

فالمخاطرة (risk) حسب المفهوم العام ووفقا لنظرية الاحتمالات هي عبارة عن فرصة حدوث عائد خلافا للعائد المتوقع، أي بمعنى احتمال اختلاف العائد الفعلي بصورة عكسية عما كان متوقعا(شاهين ٢٠٠٥ – ص٤).

وعرفت (المعايير الدولية للمحاسبة-٢٠٠٧ ص٢٤٣٣)المخاطرة هي: حدوث تغيير مستقبلي محتمل في واحد أو أكثر من سعر فائدة ، سعر أداة مالية ، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار أو معدلات ، درجة الملاءة، مؤشر الائتمان ، أو غيرها من المتغيرات ، على أنة في حالة المتغير غير المالي لا يكون المتغير مخصصا لطرف محدد في العقد .

أما (p- ٤٤٩Jorgensen-٢٠٠٣) فيقول: في الوقت الحالي تغيرت متطلبات الإفصاح المالي، أن تعليمات Financial Reporting Release No.٤٨ (FRR No.٤٨) والتي تلزم الشركات أن تفصح عن المعلومات حول المخاطر الذي من الممكن أن تتعرض لها يجب أن تطبق بحرفية.

فإذا كانت المخاطر جزء من أي نشاط اجتماعي أو اقتصادي فإنها تكتسب أهمية خاصة عندما تكون دراسة المخاطر بهدف تعزيز عملية اتخاذ القرار الاقتصادي ، حيث إن مقدرة أي أصل من الأصول المالية على تحقيق عوائد هو أمر غير مؤكد وغير مضمون النتائج وذلك مما يستوجب من أصحاب الفرارات الاقتصادية دراسة القوى المؤثرة أو التي قد توثر على مقدرة ذلك الأصل في تحقيق عوائد أي دراسة المخاطر الحالية والمتوقعة ومدى تأثيرها في توجيه الاستثمارات .

ويشير(Ross-٢٠٠٢-p٢٦٢) إلى معادلة احتساب الخطر الإجمالي **الذي يمكن أن يتعرض له السهم كما يلي:**

Total risk of Unsystematic or

Individual Security = Portfolio risk + diversifiable risk

إذا المخاطر بالمفهوم الغوي والاقتصادي هي عدم اليقين ، والمخاطر لديها احتمالية الوقوع أو عدم الوقوع (غير متيقن الوقوع) حيث إن الأمور اليقينية لا تمثل مخاطرة حتى وان كانت سلبية أو خسارة ، ونعلم إن هناك علاقة بين المخاطرة والعائد على الاستثمار ، فالمستثمرون لديهم استعداد لتحمل مخاطر عالية في استثماراتهم إذا اقترنت في احتمالية تحقيق عوائد مجزية والعكس فهم يرضون بعوائد متدنية على استثماراتهم إذا كانت المخاطر متدنية ، ومن هنا كانت الحاجة لوجود آليات لمعرفة المخاطر ولقياس المخاطر وكذلك الحاجة الأكثر إلحاحا الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات .

وحول أهمية الإفصاح عن المخاطر فيقول (Michael-٢٠٠٣) إن الإفصاح عن المخاطر ازدادت أهميته ليصبح جزء من التقارير المالية واحد عناصر التعبير المالي للمهتمين في الأدوات المالية من مستثمرين وهيئات منظمة ومدققين والأشخاص المهتمين وجميعهم يطالبوا بالتوسع في الإفصاح عن المخاطر.

ويشير(المهندي-٢٠٠٤-ص٥٠) إلى الإفصاح عن المعلومات الفعلية والتنبؤية ويقول : تعبر المعلومات المالية ألمستقبليه عن المعلومات المتوقعة التي تكون أما في شكل تنبؤات ماليه او في شكل تقديرات ماليه ويستند كل منهما على مجموعه من الافتراضات والسياسات المحاسبية إلهامه ....، ويقول كذلك يتم إعداد التنبؤات بالمعلومات ألمحاسبيه ألمستقبليه بناء على كل من الحكم والتقدير الشخصي والمعلومات والحقائق التاريخية والمستقبلية والمحددات والقيود ويبنى التنبؤ على فروض الإدارة للإحداث ألمستقبليه.

ويقول(شاهين -٢٠٠٥ ص١٤) إن المبادئ العامة لإدارة المخاطر تشمل

١-تقييم المخاطر

٢- الرقابة على التعرض للمخاطر

٣- متابعة المخاطر.

ويشير (٢٠٠٥ – lajili ١٢٦ -p) إلى أنه هناك نوعين من المخاطر أو اتجاهين من المخاطر وهي:

أولا - المخاطر النازلة RiskDownside

وهي تلك النوع من المخاطر ذات الأثر السلبي المباشر على المؤسسة، وقد تكون بالنسبة لشركات أخرى مخاطر صاعدة.فمثلا إن مخاطر احتمل ارتفاع سعر النفط في السوق العالمي يمثل مخاطرة نازلة لشركات النقل العام وخصوصا إذا كان لديها عقود طويلة الأجل وفي نفس الوقت فان هذا الاحتمال(ارتفاع سعر النفط) يعتبر مخاطرة صاعدة لشركات النفط بحيث يمكنها من تحقيق عوائد إضافية.

ثانيا- والمخاطر الصاعدة :RiskUpside

إما المخاطر الصاعدة فهي التي تشكل فرص (Opportunities) للمنشاة في تحقيق عوائد غير متوقعة فمثلا إن احتمل ارتفاع أسعار الحديد في الأسواق العالمية يمثل مخاطرة صاعدة لشركات تصنيع الحديد والشركات التي لديها مناجم الاستخراج الحديد الخام ، إلى أنة يشكل مخاطر نازلة للشركات العقارية والإنشائية والصناعات التعدينية التي تعتمد على شراء الحديد الجاهز، وبالتالي فأنة بالإضافة إلى مراقبة وتقليل أثار المخاطر النازلة يجب على الشركات أن تكون لديها المقدرة على استغلال أثار

المخاطر الصاعدة أي المخاطر التي تشكل بالنسبة للشركة فرصة جيدة في تحقيق عوائد ولكنها بالنسبة لشركة أو شركات أخرى فرص سيئة.

قياس المخاطر:

من وجهة نظرنا فان مفهوم المخاطر في النظرية الاقتصادية مفهوم واسع جدا ومتجدد مع تجدد وتعقيد الحياة الاقتصادية ، وان الدراسات التي تمت بهذا الصدد برغم اتساعها والجهود الجبارة التي بذلت في هذا الاتجاه عاجزة عن تغطية جميع جوانب المخاطر.

أن طرق التعبير عن المخاطر في التقارير السنوية وحتى التقارير الدورية الأخرى تكون بإحدى الأسلوبين التاليين وهما:

الأسلوب الأول – طرق كمية : ModelsQuantitative

وهنا تقوم الشركة بالإفصاح عن المخاطر بمؤشرات كمية مثلا تقول أن نسبة الديون المشكوك في تحصيلها تساوي ما نسبة ١٠%من إجمالي الذمم المدينة أو أن تقول إن المبيعات من المتوقع أن تنخفض في العام القادم بمقدار ٢٠% مثلا.

وورد في المعيار الدولي لأعداد القوائم المالية رقم (P٦٦٧-٢٠٠٧-IFRS-٧) ما يلي:

أنة يجب على المنشاة الإفصاح عن البيانات الكمية الملخصة حول تعرض المنشاة للمخاطر بناءا على المعلومات المتوفرة داخليا لموظفي الإدارة الرئيسين للمنشاة وعندما تستخدم المنشاة عدة أساليب لإدارة التعرض للمخاطر فان على المنشاة الإفصاح عن المعلومات باستخدام الأساليب التي توفر أكثر المعلومات موثوقية.

الإفصاح عن تركيزات المخاطر ،وتنجم تركيزات المخاطر من الأدوات المالية التي لها خصائص متشابهة وتتأثر بشكل مماثل بالتغيرات في الظروف الاقتصادية والظروف الأخرى ويتطلب تحديد تركيز المخاطر الحكم الشخصي مع الأخذ بعين الاعتبار ظروف المنشاة .

وكما اشرنا سابقا إلى العلاقة بين حجم المخاطر المحتملة والعائد على الاستثمار ، هذا يعني أنة يجب التفرقة بين المخاطر العالية والمخاطرة المتدنية ، إذًا المخاطرة درجات وهذا يحتاج إلى وجود مقياس أو معيار لقياس درجة المخاطر ليتمكن المستثمرون من المقارنة بين المخاطر بطرق كمية وبشكل واضح واتخاذ قاراتهم ورسم صورة واضحة للعوائد المتوقعة من استثماراتهم .

الأسلوب الثاني– طرق نوعية : Qualitative models

وبهذا الأسلوب يتم الإفصاح عن المخاطر أو التحوط منها بأساليب نوعية، مثلا وصف نوعي نظام الرقابة الداخلية ، أو إفصاح وصفي الأسباب انخفاض المبيعات أو الإيرادات أو الأسعار في العام المقبل .

ورد في المعيار (IFRS—٧البند ٣٣-ص-٦٥٩) تحت عنوان الافصاحات النوعية : لكل نوع من المخاطر الناجمة من الأدوات المالية **على المنشاة الإفصاح عما يلي :**

لتعرض للمخاطر وكيف تنجم.

أهداف وسياسات وأساليب إدارة المخاطر ة والطرق المستخدمة لقياس المخاطرة.

أي تغيرات في البند (١) أو (٢)عن الفترات السابقة.

طرق الإفصاح عن المخاطر من حيث الجهة المستهدفة:

يقول (lajili &zeghal -٢٠٠٥) إن الإفصاح عن المعلومات حول المخاطر وإدارتها بالعادة تتم عبر ثلاثة مستويات مختلفة هي: المستوى الداخلي، المستوى الخارجي، المستوى المتوسط بين المستويين السابقين.

المستوى الداخلي: وهي التقارير التي تقدم للإدارة التنفيذية للمؤسسة والمستخدمين وتتضمن إشراكهم في تعريف المخاطر وقياسها وتطور الأداء ومراقبتها ، وهذه (التقارير الداخلية) تساعد الإدارة والمستخدمين على زيادة كفاءة أداء المؤسسة في تحقيق أهدافها من خلال تزويدهم بمعلومات إستراتيجية وفق أسس منتظمة عن المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة أولا بأول .

أما المستوى المتوسط **:** وهو مستوى يجمع بين المستوى الخارجي والمستوى الداخلي ويقدم إلى مجلس إدارة المؤسسة لطمأنتها حول مستوى الرقابة لدى الإدارة التنفيذية والنجاح والإخفاق في تجنب المخاطر.

المستوى الخارجي: الافصاحات التي تخص الجمهور (public disclosure) وهي المعلومات التي تخص المخاطر والمطلوب الإفصاح عنها بشكل رسمي ومنظم وتستخدم من قبل المؤسسات الرسمية والدائنين (البنوك والمساهمين) والمستثمرين، وتشمل المعلومات حول المخاطر المتوقعة والمحتملة التي تهم جميع الإطراف المهتمين خارج إطار المؤسسة وتنشر من خلال التقارير السنوية والدورية للمؤسسة وتزودهم بمعلومات حول المخاطر إما بشكل كمي أو نوعي.٠ وهذا إلي سنركز علية في دراستنا أن التحوط دائمًا يسبق وقوع الخطر ويأتي بناء على

خبرات سابقة وبيانات تاريخية ومؤشرات وتنبؤات للدارسين والمطلعين وتجارب الآخرين، وهذا التحوط يكون إما من إدارة المؤسسة أو من المستثمر ، لذا نخلص إلى القول أن كل نوع من أنوع الخطر وكل مستوى من مستويات الخطر يقابله طرق للعلاج والتعامل واخذ الحيطة والتحوط منه .

وبالتالي فان المستثمر ومن خلال إفصاح المؤسسات عن المخاطر في تقاريرها السنوية يتخذ قراره الاستثماري وفق قابليته لتحمل المخاطر وما يقابلها من عوائد ، حيث تطرقنا سابقا إلى أن هناك علاقة بين حجم الخطر والعائد على الاستثمار وهذه العلاقة علاقة طرديه.

المخاطر المالية وأنواعها ووسائل التحوط منها:

المخاطر المالية : Financial risk

ورد في المعيار (٧/الفقرة٧- ص٦٥٢) من معايير أعداد التقارير المالية :أن على المنشاة الإفصاح عن المعلومات التي تتيح لمستخدمي البيانات المالية تقييم أهمية الأدوات المالية بالنسبة لمركزها وأدائها المالي.

وهنا سوف نعرض أهم المخاطر المالية كما وردت في المعيار وهي:

أولا: أ. مخاطر العملة .RiskCurrency:

قد تمثل العملة القسم الهام من الإيرادات والنفقات من خلال عملية الشراء للسلع والخدمات او تصديرها بالعملات الأجنبية.

وعرفها المعيار: بأنها المخاطر الناجمة عن تذبذب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية بسبب التغيرات في سعر الصرف الأجنبي.

واوجب المعيار على المشروع أن يفصح عن:

مبلغ فروقات الصرف المعترف بها من الربح أو الخسارة ما عدا تلك التي تزيد عن الأدوات المالية المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة .

صافي فروقات الصرف المصنفة ضمن حقوق الملكية كبند منفصل ومطابقة لمبلغ فروقات الصرف ما بين بداية الفترة ونهايتها .

كما إن معيار المحاسبة الدولي رقم (٣٩) أشار إلى انه وفي حالة وجود خطر سعر صرف العملة الأجنبية يمكن للالتزام المالي أو الأصل المالي غير المشتق أن تكُون أداة تحوط. وكذلك نص على انه يمكن تحديد نسبة من كامل أداة التحوط مثل ٥٠% من المبلغ الاسمي ، على أنها أداه تحوط في علاقة تحوط معينه .

ويشير (Pope -٢٠٠٥ –ص-٢٧٨) إن توقع الدخل في المؤسسة يعتمد يشكل كبير على حالة عدم التأكد وتأثيرها في التدفقات النقدية نتيجة الأحداث الاقتصادية وما تسببه من تراكمات ، وكذلك يشير إلى أن هذه الأحداث تختلف من بلد الأخر .

ونلاحظ في الوقت الحاضر التذبذب الشديد بأسعار العملات وان الاحتفاظ بنوع واحد من العملات الأجنبية مثلا الدولار الأمريكي لا يخدم الشركات نتيجة الانخفاض الحاد الذي تعرض له مقابل العملات الأخرى علما بان شراء السلع والخدمات الخارجية لا يقتصر على الدولار الأمريكي بل على عدة عملات منها اليورو والين والجنية الإسترليني مما يخفض القيمة الحقيقية للمشتريات عند تذبذب العملات او يزيدها

أولا – ب. وسائل التحوط من مخاطر العملة :

ولتجنب مخاطر العملة يجب على الشركات اتخاذ العديد من الوسائل لحماية نفسها من إخطار تذبذب العملات والتي تعتبر من المخاطر النظامية **ومن هذه الوسائل ما يلي :**

وضع إستراتيجية تمكن الشركة من تعديل أسعار السلع والخدمات المقدمة من قبل الشركة في حالة حدوث انخفاض حاد في أسعار صرف العملة.

عمل عقود مقايضة للسلع والخدمات مع الشركات الأجنبية.

صياغة عقود تحوي خيارات تحمي القيم الحقيقية للشراء في حال تغير أسعار الصرف الأجنبي.

الاحتفاظ بعدة أنواع من العملات وكذلك الاستقراض بعدة أنواع من العملات .

توقيع اتفاقيات مستقبلية للبيع والشراء.

ثانيا – (أ) مخاطر سعر الفائدة : Interest Rate

وتعرف على أنها المخاطرة الناجمة عن تذبذب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية بسبب التغيرات في سعر الفائدة في السوق (٧ IFRS/الفقرة/ ا- ص – ٦٦٢) .

وقد عرف(زيود.واخرون-٢٠٠٦-ص٢٠٥) مخاطر أسعار الفائدة: بأنها مخاطر تراجع الإيرادات نتيجة تقلبات أسعار الفائدة، وتولد معظم عناصر قائمة المركز المالي إيرادات وتكاليف تكون مرتبطة بأسعار الفائدة، وان

مراقبة مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة يعتبر من الأمور الهامة في تقييم كفاءة الإدارة للأصول والخصوم.

وورد في الفقرة (٢٢) من المعيار رقم (٧) أن مخاطرة سعر الفائدة تنشا للأدوات المالية التي تحتسب عليها الفائدة المعترف بها في الميزانية العمومية (على سبيل المثال القروض والذمم المدينة وأدوات الدين الصادرة) ولبعض الأدوات المالية غير المعترف بها في الميزانية العمومية (على سبيل المثال بعض التزامات القروض)

وكذلك ورد في نفس المعيار عن طبيعة ومدى المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية تحت بند الافصاحات النوعية .

انه لكل نوع من أنواع المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية على المنشاة الإفصاح عما يلي :

التعرض للمخاطر وكيف تنجم.

أهداف وسياسات وأساليب إدارة المخاطر والطرق المستخدمة لقياس المخاطر .

أي تغيرات في البند(ا) والبند(ب)عن الفترات السابقة. (ص– ٦٥٩).

أما الفقرة (٢٢ – ص٦٥٦) فقد نصت على الإفصاح عن كل نوع من أنواع التحوط المبينة في المعيار المحاسبي الدولي (٣٦) (تحوطات القيمة العادلة وتحوطات التدفقات النقدية وتحوطات صافي الاستثمارات في العمليات الأجنبية):

وصف لكل نوع من التحوط .

وصف للأدوات المالية المحددة أنها أدوات تحوط وقيمتها العادلة في تاريخ أعداد التقارير.

طبيعة المخاطر التي يتم تحوطها.

أما (شاهين -٢٠٠٥) عرف مخاطر تغيير أسعار الفائدة بما يخص البنوك: هي المخاطر التي تكمن في التغيرات المحتملة لأسعار الفائدة وقدرة البنك على تقييم أوضاعة في الوقت المناسب،وتظهر في اتجاهين هما.

الاتجاه الأول- مخاطر قيمة رأس المال: وهي المخاطر التي يتعرض لها حامل السند عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق ، حيث ينخفض سعر السند ذو الفائدة الأقل مقابل السند ذو الفائدة الأعلى .

الاتجاه الثاني - المخاطر الايرادية : وتنشا هذه المخاطر نتيجة للتقلبات في أسعار الفائدة والتي يتحمل البنك خسارة عندما يكون مقرضا لمبالغ بسعر فائدة معين ويحصل إن ترتفع نسب الفائدة فان خسائر الإيرادات هي الفارق بين سعري الفائدة السعر السائد حاليا الأعلى والسعر القديم الاوطىء .

ثانيا - ب. وسائل التحوط من مخاطر سعر الفائدة :

هناك العديد من الوسائل التي يمكن للمنشاة استخدامها للتحوط من مخاطر سعر الفائدة ومنها :

١ – مزيج من القروض ذات فوائد ثابتة ومتغيرة .

٢ – استخدام عقود مبادلة أن أمكن.

٣ – استخدام عقود شراء وبيع مستقبلية .

٤ – وضع مخصصات احترازية.

ثالثا – (ا) مخاطر الإقراض " الدين ":RiskCredit

ورد في المعيار الدولي رقم (٧ IFRS) تحت بند المخاطر المالية: (أنة على المنشاة الإفصاح عن المبلغ الذي يمثل أقصى درجة تعرض لمخاطر الائتمان في تاريخ أعداد التقارير المالية بدون الأخذ بالاعتبار أي ضمان محتفظ به أو تحسينات الائتمان الأخرى(credit enhancements).

وفي الملحق (ا – ص٦٦٢) لنفس المعيار ورد تعريف لمخاطر الائتمان: (أنها المخاطر بان احد أطراف الأداة المالية يتسبب في خسارة مالية للطرف الأخر نتيجة لعدم قيامة بتنفيذ الالتزام).

وعرف(زيود.واخزون-٢٠٠٦-ص٢٠٥) مخاطر الائتمان : هي مخاطر أن يتخلف العملاء عن السداد ،أي عجزهم عن الوفاء بأصل الدين والفوائد المترتبة في التاريخ المحدد لذلك ،ويتولد عن العجز عن السداد خسارة كلية او جزئية لأي مبلغ مقرض، او تراجع المركز الائتماني للعميل، وبالتالي ازدياد احتمال التخلف عن السداد.

وبموجب المعيار رقم (IFRS-٧) انه على المنشاة الإفصاح عما يلي حسب فئة الأداة المالية:

المبلغ الذي يمثل أقصى درجة تعرض لمخاطرة الائتمان في تاريخ إعداد التقرير بدون الأخذ في الاعتبار أي ضمان محتفظ به أو تحسينات الائتمان الأخرى .

وصف للممتلكات المحتفظ بها كضمان وتحسينات الائتمان الأخرى. فيما يتعلق بالمبلغ المفصح عنة في الفقرة (١) أعلاه.

معلومات حول نوعية الائتمان للأصول المالية التي لم تنقضي فترة استحقاقها ولم تنخفض قيمتها.

المبلغ المسجل للأصول المالية التي خلافا لذلك ستنقضي فترة استحقاقها أو تنخفض قيمتها ، والتي أعيد التفاوض بشان شروطها .

ثالثا – ب. وسائل التحوط من مخاطر الائتمان :

نتيجة لتعقد طبيعة الأعمال التجارية في عصرنا الحاضر وزيادة الارتباط بين مؤسسات التمويل والمؤسسات الصناعية والخدمية والحاجة الشبة دائمة للتمويل في جميع الأنشطة زادة مخاطرة التمويل ولا بد للمؤسسات من وضع آليات لحماية نفسها من مخاطر الائتمان ومن هذه الوسائل التي يمكن للمؤسسات إتباعها مايلي :

انجاز صفقات الدين مع مؤسسات لديها كفاءة وملاءة مالية عالية .

وضع أنظمة واتفاقيات ذات شروط مسبقة لتخويل الإقراض .

تحديد سقوف محددة وصلاحيات محددة لكل طرف مخول في الإقراض داخل المؤسسة .

مراقبة أرصدة العملاء على أساس منتظم .

الاستمساك بمرهونات وضمانات ذات كفاءة عالية وقابلة للتسيل ومعادلة لأصل الدين.

رابعا – أ: مخاطر الأدوات المالية :

تعرف الأدوات المالية على أنها: (هي أي عقد يحدث أصلا ماليا لمشروع والتزام مالي أو أداة ملكية لمشروع أخر. **الأصل المالي هو أي أصل يكون عبارة عن:**

نقدية.

أدوات حقوق الملكية لمشروعات أخرى.

حق تعاقدي .

العقد الذي يمكن أو ستتم تسويته في أدوات حقوق الملكية الخاصة بالمنشاة) (المعيار الدولي رقم ٣٢ ص – ١٣٦٦).

وذكر معيار المحاسبة الدولي رقم (٣٢ - ص ١٣٧٨) بعض الأدوات المالية الأكثر شيوعا وهي:

١ – ذمم مدينة تجارية وذمم دائنة تجارية .

٢ – أوراق قبض ودفع.

٣ – قروض مأخوذة ومقدمة.

٤ - سندات مدينة ودائنة.

٥- الأسهم والسندات.

وفي البند رقم (٣١) من المعيار رقم (IFRS -٧) على المنشاة الإفصاح عن المعلومات التي تتيح لمستخدمي البيانات المالية تقييم طبيعة ومدى المخاطر الناتجة من الأدوات المالية التي تتعرض لها المنشاة في تاريخ إعداد التقارير. وفي البند رقم (٣٣) من نفس المعيار السابق انه لكل نوع من المخاطر الناجمة من الأدوات المالية على المنشاة الإفصاح

عما يلي:

١- التعرض للمخاطرة وكيف تنجم.

٢- أهداف وسياسات وأساليب إدارة المخاطرة والطرق المستخدمة لقياس المخاطرة.

٣- أيه تغيرات في البند (١،٢) عن الفترة السابقة.

إما في البند رقم (٤٢) من نفس المعيار رقم(٧) فاوجب على المنشاة انه عندما تكون تحليلات الحساسية التي تم الإفصاح عنها حسب البند رقم (٤٠) أو البند رقم (٤١)لا تمثل المخاطرة الملازمة في الأداة المالية (على سبيل المثال التعرض قي نهاية السنة لا يعكس التعرض خلال ألسنه) فان على المنشاة الإفصاح عن هذه الحقيقة وسبب اعتقادها إن تحليلات الحساسية لا تمثل هذه المخاطرة .

رابعا – (ب) وسائل التحوط ضد مخاطر الأدوات المالية :

إبرام عقود واضحة وتكون أكثر تحوطيه للإخطار الناتجة عن الأدوات المالية.

وضع مخصص للوقاية من الانخفاض الحاد بقيم الأدوات المالية.

تنويع الأدوات المالية لدي المنشاة .

دراسة جيدة ودائمة للعملاء .

وضع حدود عليا لكل نوع من أنوع الأدوات المالية.

نتائج الدراسة:

بعد جمع المعلومات المالية وتفريغها في الجداول الخاصة بها وتحليلها أمكن التوصل إلى النتائج التالية

١. أن المتوسط العام لاختبار الإفصاح عن المخاطر المالية بلغ(٢.٩٧)، وانحراف معياري (٠.٥٥٢٧) مما يؤشر إلى أن الشركات المساهمة العامة الأردنية(تفصح وبشكل محدود جداً) عن المخاطر المالية في تقاريرها السنوية، (بالمجمل) أي على اعتبار أن المخاطر المالية وحدة واحدة والتي هي مخاطر العملة ، مخاطر الأدوات المالية ، مخاطر الإقراض والاقتراض ، مخاطر سعر الفائدة

٢. أن المتوسط العام لاختبار الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية بلغ (٣.٠٩) وانحراف معياري(٠.٥٩٢٥)، ويلاحظ أن جميع قيم(t) المحسوبة كانت غير معنوية عند مستوى دلالة(α= ٠.٠٥). وهذا يقودنا إلى رفض الفرضية الصفرية التي تنص على انه لا تقوم الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية في تقاريرها السنوية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن الشركات المساهمة الأردنية تقوم بالإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية (ويشكل محدود جدا).

٣. أن المتوسط العام لاختبار الإفصاح عن مخاطر العملة بلغ(٢.٩٨)، وانحراف معياري (٠.٦٤٥١) مما يؤشر إلى أن الشركات المساهمة العامة الأردنية تفصح (وبشكل محدود جدا) عن مخاطر العملة في تقاريرها السنوية ويلاحظ أن جميع قيم(t) المحسوبة كانت غير معنوية عند مستوى دلالة(α= ٠.٠٥). وهذا يقودنا إلى رفض الفرضية الصفرية التي تنص على انه لا تقوم الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح عن المخاطر السوقية في تقاريرها السنوية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن الشركات المساهمة الأردنية تقوم بالإفصاح عن مخاطر العملة.وأود أن أشير هنا إلى إن الكثير من الشركات لم تفصح عن كمية ونوعية العملات التي لديها.

٤. أن المتوسط العام لاختبار الإفصاح عن مخاطر سعر الفائدة بلغ(٢.٨٧)، وانحراف معياري (٠.٧٣٥٣) مما يؤشر على أن الشركات المساهمة العامة الأردنية تفصح (وبشكل محدود جدا) عن مخاطر سعر الفائدة في تقاريرها السنوية، ويلاحظ أن جميع قيم(t) المحسوبة كانت غير معنوية عند مستوى دلالة(α= ٠.٠٥). وهذا يقودنا إلى رفض قبول الفرضية الصفرية التي تنص على الشركات المساهمة العامة الأردنية لا تفصح عن مخاطر سعر الفائدة في تقاريرها السنوية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن الشركات المساهمة الأردنية تقوم بالإفصاح عن مخاطر سعر الفائدة.

وأود أن أشير هنا إلى أن بعض الشركات لم تكر أسعار فائدة الاقتراض ولا كمية الاقتراض وإنما أشارت بعبارات عامة مثلا " إن جميع فوائد القروض تقع ضمن سعر الفائدة السائد في السوق " أو بعبارة " إن جميع

القروض أخذت بسعر فائدة منافس " علما أنه من المفترض أن تذكر قيمة كل قرض وسعر القائدة على كل قرض كذلك .

٥. أشارت النتائج أن المتوسط العام لاختبار الإفصاح عن مخاطر الإقراض والاقتراض بلغ(٢.٩٤)، وانحراف معياري (٠.٦٦٤٨) مما يؤشر على أن الشركات المساهمة العامة الأردنية تفصح(وبشكل محدود جدا) عن مخاطر الإقراض والاقتراض في تقاريرها السنوية، ويلاحظ أن جميع قيم(t) المحسوبة كانت غير معنوية عند مستوى دلالة(α= ٠.٠٥). ومما سبق يقتضي ما يلي: رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن الشركات المساهمة العامة الأردنية لا تفصح عن مخاطر الإقراض والاقتراض في تقاريرها السنوية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن الشركات المساهمة العامة الأردنية تقوم بالإفصاح عن مخاطر الاقتراض والإقراض.

وفي هذا المجال أشير إلى وجود نسبة عالية من الشركات قد أفصحت وبشكل إنشائي عن المؤسسات المالية التي تتعامل معها وبدون ذكر اسمها أو عن ديونها وبعبارات كالتالي : " تحتفظ الشركة بأموالها في مؤسسات مصرفية ذات ملاءة جيدة " أو " تحتفظ الشركة بالنقد لدى مؤسسات مالية ذات ائتمان مناسب " أو تتركز الذمم التجارية المدينة في اكبر أربعة عملاء والتي تشكل ٢٦%من الذمم المدينة " ونلاحظ أن العبارات السابقة لا تشكل إفصاح حقيقي فمثلا لم تذكر اسم المؤسسة المصرفية أو ما هو الأساس الذي اعتبر بموجبة أن المؤسسة ذات ملاءة مالية وهل هذا المؤسسة حاصلة على تصنيف دولي أم لا.

٦. أشارت النتائج أنه توجد فروق ذات دلاله إحصائية لمتغير القطاعات الاقتصادية في الإفصاح عن المخاطر المالية حيث وجدت ن(F=٥.٠٣٠) ومستوى الدلالة(α =٠.٠١٠)وهذه النتيجة معنوية عند مستوى دلالة(α =٠.٠١)، مما يقتضي رفض الفرضية فيما يتعلق بهذا المتغير وقبول الفرضية البديلة، وأن الفروق كانت لصالح الشركات المساهمة العامة الأردنية في القطاع المالي.

التوصيات:

أن النتائج السابقة تقودنا إلى ما يلي:

١- على هيئة الأوراق المالية العمل من اجل إصدار تعليمات إفصاح تحوي بنود واضحة ومحدده وملزمة للشركات في الإفصاح عن المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها وان لا تكتفي بالنصوص العمومية ، حيث وردت العبارة التالية في التعليمات الحالية " على الشركة أن تفصح عن المخاطر التي تتعرض لها" .

ومن الواجب إن تذكر نوع المخاطر مثل مخاطر العملة وان يكون الإفصاح عنها إفصاح نوعي وكمي ، أن تقوم الشركات بالإفصاح عن حجم القروض وان يتم ذكر الجهات المقرضة وقيمة القروض وسعر الفائدة لكل قرض وفترة سداد القرض وبالتفصيل.

٢- على الهيئات المنظمة لمهنة المحاسبة والتدقيق في الأردن إصدار تعليمات ونماذج ترشد الشركات في كيفية الإفصاح عن المخاطر ، حيث تبين لي من خلال الزيارات الميدانية أن هناك عدم معرفة من قبل عدد كبير من المحاسبين ومعدي التقارير المالية في كيفية الإفصاح عن المخاطر .

٣- أن يتم تحديث المناهج والخطط التعليمية في الجامعات الأردنية لتتوسع في تدريس المخاطر وكيفية التعامل معها وكيفية الإفصاح عنها.

٤- على مراقبة الشركات أن تشكل لجنة لتقيم التقارير المالية المقدمة من الشركات والتأكد من مدى مطابقتها للمعايير الدولية في المحاسبة والمعايير الدولية في إعداد التقارير المالية وتعليمات الهيئة وان تكون هذه اللجنة مؤهلة أكاديميا ومهنيا وقادرة على إعطاء رأي علمي وموضوعي يعطي المستثمر وأصحاب القرار الثقة بالمعلومات الواردة بالتقارير المالية وبمثابة رأي محايد .

٥- أن يتضمن تقرير مدقق الحسابات إشارة واضحة حول المخاطر التي تتعرض لها أو من الممكن أن تتعرض لها الشركة .

٦- على هيئة الأوراق المالية إصدار نشرات توعويه وإرشادية وعقد ندوات تمكن المستثمرين من تقييم حجم المخاطر وكيفية التعرف عليها خلال مطالعتهم للتقارير السنوية للشركات .

الفصل الثامن

أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر سعر الصرف

حازت الهندسة المالية مكانة كبيرة في القطاعين المالي والمصرفي نظرا لتزايد مخاطر الاستثمار بشكل كبير، فأصبحت التعامل مع تلك المخاطر من خلال أدوات الهندسة المالية من أهم أولويات المؤسسات المالية والمستثمرين، وأصبحت الهندسة المالية الإسلامية تلعب دورا بارزا لتطوير صيغ التمويل والاستثمار إسلاميا للحد من المخاطر المرافقة لها.

هدفت هذه الدراسة إلى بيان موقف الشريعة الإسلامية من التحوط من المخاطر، وبحث حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار في السوق الإسلامي، وتقصي دواعي التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، ووضع مبادئ لتطوير أدوات التحوط باستخدام الهندسة المالية الإسلامية، وبيان أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر.

وقد توصلت الدراسة إلى أن حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار الإسلامي محدودة نظرا لوجود أحكام تضبط بنية السوق الإسلامي وتترك الحرية لآلية السوق، كما توصلت إلى أن مبادئ تطوير أدوات مالية إسلامية للتحوط من المخاطر تتمثل في البحث في ضرورة المخاطرة والقدرة على تحملها ومشروعيتها، البحث في طبيعة وحجم المخاطر، وموافقتها للمتطلبات الشرعية، ومدى تحقيقها للكفاءة في التحوط من المخاطر، وتوصلت كذلك إلى أن الالتزام بأحكام الشريعة في المعاملات

هو جوهر الهندسة المالية الإسلامية، وأن قدرة الهندسة المالية الإسلامية على إنتاج أساليب للتحوط تعتمد على طبيعة صيغة الاستثمار وما يواجهها من مخاطر.

وقد أوصت الدراسة بضرورة الالتزام بالأسس والتعليمات الصحيحة للمعاملات الإسلامية و خاصة في تطبيقاتها المصرفية لأنها كفيلة بخفض المخاطر إلى الحدود الدنيا، وضرورة العمل على توسيع قاعدة تحمل المخاطر، والابتعاد عن استخدام أدوات التحوط التقليدية كالمشتقات، وضرورة استمرار الدراسة و البحث لابتكار و تطوير أساليب و أدوات جديدة للتحوط في ظلال الشريعة الإسلامية.

فقد شهدت العقود الأخيرة انتشار كبير للمؤسسات المالية الإسلامية، في جميع أنحاء العالم عموما، والعالم الإسلامي على وجه الخصوص، بما في ذلك المصارف الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتوسعت أنشطة تلك المؤسسات وتشعبت، وتنوعت صيغ الاستثمار والتمويل المستخدمة وزاد تعقيدها، مما جعلها تواجه موجات متنوعة من المخاطر، فهي تواجه مخاطر خاصة بالصيغ الإسلامية للتمويل والاستثمار من مشاركات ومضاربات وبيوع وايجارات وغيرها، بالإضافة لمواجهتها لأغلب المخاطر التي تواجهها استثمارات المؤسسات المالية التقليدية، فزادت أهمية البحث عن وسائل تحد من تلك المخاطر.

وعند مراجعة الأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، نجد أن الهندسة المالية التقليدية لم تستطع توفير الأمان ضد الأزمات، بل كانت من أسباب تلك الأزمات، ومن هنا فإن الهندسة المالية الإسلامية مدعوة لأخذ دورها في هذا المضمار، وتطوير أدوات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية،

وتتمتع بالكفاءة لتحقيق الأهداف المرجوة منها، وتلعب دور كبير في منح المؤسسات المالية الإسلامية القدرة على التحوط من المخاطر التي تتربص بها.

وعلى الرغم من تطوير الهندسة المالية الإسلامية العديد من الأدوات المالية الجديدة، إلا أنها لا تزال في طور التكوين، وتحتاج إلى كثير من البحث والدراسة للتطور والإبداع أكثر وأكثر.

أهمية الدراسة: تزايدت مخاطر الاستثمار بشكل كبير، وحاصرت رؤوس الأموال في مختلف أسواق المال التقليدية، فظهرت أدوات حديثة تهدف للتحوط من المخاطر كالمشتقات والتوريق، ولكنها كانت سببا رئيسيا من أسباب الأزمات. وتتزايد احتمالات تأثر رأس المال الإسلامي لتلك المخاطر إذا ما سلك ذات السبل، ومن هنا ظهرت أهمية البحث في دور الهندسة المالية الإسلامية للتحوط من مخاطر صيغ الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي.

مشكلة الدراسة:

تتجلى مشكلة الدراسة من خلال طرح الأسئلة التالية:

ما موقف الشريعة الإسلامية من التحوط من المخاطر؟

ما حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار في السوق الإسلامي مقارنة مع الأسواق التقليدية؟

ما هي دواعي التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي؟

ما هي مبادئ تطوير أدوات التحوط باستخدام الهندسة المالية الإسلامية؟

ما هي أساليب منتجات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر؟

أهداف الدراسة: تحاول الدراسة تحقيق الأهداف التالية:

بيان موقف الشريعة الإسلامية من التحوط من المخاطر.

تقدير حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار في السوق الإسلامي مقارنة مع الأسواق التقليدية.

تقصي دواعي التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي.

وضع مبادئ لتطوير أدوات التحوط باستخدام الهندسة المالية الإسلامية.

بيان أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في البحث في دواعي التحوط من المخاطر، ومبادئ تطوير أدوات الهندسة المالية الإسلامية، ودور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار، وهذا يستدعي تقديم لمحة موجزة عن الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية.

منهجية الدراسة: اتبعت الدراسة المنهج الوصفي من خلال تناول ما يتعلق بالهندسة المالية التقليدية والإسلامية، والمنهج الاستنباطي من خلال البحث في دواعي التحوط، ووضع مبادئ لتطوير أدوات الهندسة المالية الإسلامية.

الدراسات السابقة:

هدفت دراسة الساعاتي[(١)] إلى توضيح كيفية إدارة المخاطر التجارية التي تواجه المشروعات الإنتاجية والتمويلية بطرق تتوافق مع الشرع، واقترح الباحث إدخال تعديلات على أربعة أنواع من العقود التقليدية لتتوافق مع الشريعة الإسلامية وهي عقد التحوط التقليدي، عقد التحوط النمطي، عقد التحوط باستخدام خيار الشرط، وعقد التحوط بالمقايضة المؤقتة.

وجاءت دراسة قندوز[(٢)] للتعريف بتاريخ الهندسة المالية الإسلامية من حيث المفهوم والخصائص وأسباب الحاجة إليها وأهميتها في المالية الإسلامية، وماهية الاختلافات بينها وبين الهندسة المالية التقليدية، واستعرضت الدراسة أهم منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وقد خلصت الدراسة إلى أن الهندسة المالية تتضمن عمليات تصميم وتطوير أدوات مالية تساهم في حل مشاكل التمويل، وبين أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية متنوعة، وتشمل كل الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة.

فيما هدفت دراسة جباري و خميلي[(٣)] إلى إبراز قدرة منتجات الهندسة المالية الإسلامية في توفير الحصانة والاستقرار للنظام المالي العالمي، من خلال كفاءتها الشرعية والاقتصادية، كما استعرضت دور المشتقات المالية في تأجيج الأزمات المالية، وبين أن الهندسة المالية تعتمد على الابتكار أو المحاكاة، وبين أن منتجات الهندسة الإسلامية لها دور كبير في التحوط من المخاطر، وخاصةً الصكوك والسلم والتورق.

---

(١) الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر، ص (٥٥-٩٢).
(٢) قندوز، الهندسة المالية الإسلامية،ص (٣-٤٦).
(٣) جباري وخميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية.

ومن جانبٍ آخر هدفت دراسة الحنيطي[١] إلى بيان دور الهندسة المالية والأسواق المالية الإسلامية لتوفير موانع للازمات، واستعرضت الدراسة مفهوم الهندسة المالية والأسواق المالية، وأسباب الأزمات ودور المشتقات المالية فيها، وتوصلت إلى إن هناك ضوابط خاصة للهندسة المالية الإسلامية، تتمثل بالضوابط الشرعية التي توفر لها القدرة على توفير التدابير اللازمة لضمان عدم وقوع الأزمات.

كما هدفت دراسة قندوز[٢] إلى البحث عن سبل مبتكرة لتطوير أدوات مالية لإدارة مخاطر التمويل الإسلامي، من خلال الهندسة المالية الإسلامية، وبين أن هناك نقصا واضحا في أدوات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، وبين أن تطوير الهندسة المالية الإسلامية تكون من خلال نظرية الغرر، وأن هذا المجال لا زال بحاجة للمزيد من البحث والتطوير.

تناولت أغلب الدراسات مفهوم ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية، ودورها في مواجهة الأزمات وإدارة المخاطر، وتتمثل إضافة الدراسة في البحث في وضع مبادئ لتقييم تطوير أدوات الهندسة المالية الإسلامية، ودور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر.

خطة البحث: **تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة مباحث:**

المبحث الأول: مخاطر الاستثمار والتحوط منها، **وفيه المطالب التالية:**

المطلب الأول: مفهوم وأنواع مخاطر الاستثمار.

---

(١) الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية.
(٢) قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، ص (١٢-٢٠).

المطلب الثاني: التحوط من مخاطر الاستثمار.

المبحث الثاني: الهندسة المالية، وفيه المطالب التالية:

المطلب الأول: الهندسة المالية التقليدية.

المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار، **وفيه المطالب التالية:**

المطلب الأول: دواعي استخدام التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي.

المطلب الثاني: مبادئ إنتاج أدوات الهندسة المالية الإسلامية لغايات التحوط.

المطلب الثالث: أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار.

الخاتمة وتشمل النتائج والتوصيات.

المبحث الأول: مخاطر الاستثمار والتحوّط منها

تعتمد مختلف القرارات البشرية بدرجات متفاوتة على الموازنة بين العائد والمخاطرة، فالمخاطرة مرافقة لمختلف القرارات الحياتية، وملازمة للقرارات الاقتصادية، والاستثمارية منها على وجه الخصوص. وقد تزايدت مخاطر الاستثمار في ظل نمو وتعقيد النظام الاقتصادي العالمي، والتنوع الكبير للأدوات الاستثمارية، فتزايدت أهمية قياس مخاطرها، والبحث في سبل إدارتها والتحوط منها.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع مخاطر الاستثمار

تعرف مخاطر الاستثمار بأنها عدم التأكد بشأن القيمة المستقبلية للاستثمار عند اتخاذ القرار الاستثماري[١]،أو احتمال الانحراف عن السبيل الذي يقود إلى النتيجة المتوقعة أو المخطط لها[٢]، أو احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع من الاستثمار[٣]، أو تذبذب عائد الاستثمار والتدفقات المالية وعدم التيقن من تحققها[٤]، أي أن المخاطرة تصف الوضع الذي يكون فيه العائد غير معروف بشكل مطلق[٥]. ومن هنا فإن مفهوم المخاطرة يشتمل على عنصرين هما : التعرض للخطر Exposure وعدم التأكد Uncertainty، ومنهما يتكون المفهوم العام للمخاطرة[٦].

ويرى الباحث أن مخاطر الاستثمار : هي احتمالية انحراف النتيجة الفعلية للقرار الاستثماري عن النتيجة المتوقعة والمخطط لها، من حيث قيمة العائد وتوقيته الزمني، أو من حيث وقوع الخسارة وتآكل رأس المال.

تقسم مخاطر الاستثمار إلى مخاطر قابلة للتأمين ومخاطر غير قابلة للتأمين، مخاطر بحتة ومخاطر مضاربية، مخاطر متحركة وساكنة، أما أشهر وأوسع التقسيمات فهو تقسيمها إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة، فالمخاطر المنتظمة تؤثر على كل الأوراق المالية وترتبط بالظروف

---

(١) McCallum, Monetary Economics Theory and Policy, P (٤١).
(٢) Vaughan, & Vaughan, Fundamental Of Risk & Insurance, P (٧).
(٣) Scott, Understanding And Managing Investment Risk & Return, p (٤).
(٤) Hammer, DYNAMIC ASSET ALLOCATION: Strategic For The Stock, Bond, and Money Market, p (٣٣).
(٥)Levy &Sarnat, Portfolio And Investment Selection: Theory And Practice, P (١٠٥).
(٦) Holton, Defining Risk, P (٢٢).

الاقتصادية العامة مثل مخاطر أسعار الفوائد وتغيرات قيمة النقد والقوة الشرائية والمخاطر السوقية(١)، وتتمثل مصادر المخاطر المنتظمة في مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر تغيرات القوة الشرائية (التضخم) ومخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر أسعار الصرف وغيرها.

حيث تعتبر مخاطر أسعار الفائدة Interest- Rate Risks هي أغزر هذه المصادر، وتتمثل في الاختلاف بين أسعار الفائدة الفعلية والسوقية، وترتبط بالأوراق المالية ذات العائد الثابت بشكل أكبر(٢). أما مخاطر القوة الشرائية للنقد Purchasing Power Risks، فترتبط بالتضخم الذي يشكل خطرا على العائد المتوقع مستقبلاً، فمعدل التضخم يلتهم جزء من العائد المتحقق، مما يخفض معدل العائد الحقيقي بمقدار معدل التضخم، حيث إن معدل العائد الحقيقي يتمثل في معدل العائد الاسمي مطروحا منه معدل التضخم(٣)، وهذا مشابه لما عبرت عنه معادلة فيشر فيما يخص سعر الفائدة الحقيقي والاسمي وعلاوة التضخم(٤). أما مخاطر السوق Market Risks فتنشأ جراء التغيرات التي تحدث في السوق صعوداً وهبوطاً، والتي تترك أثرا واضحا على التدفقات المالية المنتظرة مما يربك حسابات المستثمر، وقد يكون مصدرها وقوع أحداث غير متوقعة، كما حدث في الاثنين الأسود عام ١٩٨٧، عندما انهار السوق المالي الأمريكي وامتدت بعد ذلك لمختلف الأسواق العالمية(٥). وتقاس هذه

---

(١) Ross, et al., Modern Financial Management, p (٣٢٢-٣٢٣).
(٢) Feibel, Investment Performance Measurement, p(٢٩٣-٢٩٧).
(٣) Reilly &Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, p (٤١٩).
(٤) Gordon, Macroeconomic, p(٢٨٨).
(٥) Scott, Understanding And Managing Investment, Op. Cit., p (٩١-٩٢).

المخاطر عن طريق معامل بيتا الذي يقيس درجة حساسية الورقة المالية للتغير في مؤشر السوق ولا يمكن تقليل هذه المخاطر عن طريق التنويع[١].

أما المخاطر غير المنتظمة (القطاعية) فترتبط بقطاع معين أو شركة معينة، وتتعلق بالإدارة والصناعة والرفع التشغيلي والرفع المالي. وتتمثل مصادر المخاطر غير المنتظمة في مخاطر السيولة ومخاطر الإدارة وغيرها، فقد يعاني الاستثمار من مخاطر السيولة Risks Liquidity والتي ترتبط بالقدرة على الحصول على السيولة عن طريق بيع الأصول دون وقوع خسائر معتبرة، وتتناسب هذه المخاطر طرديا مع طول أمد الاستثمار، وهذه المخاطر لا ترتبط فقط بهبوط الأسعار التي تقود للخسارة، فكل استثمار يولّد حاجة أكيدة للسيولة، فيتحتم على المستثمر أن يوفر لاستثمار إمكانية الحصول على النقد في حالة التغيرات التي تصيب الاقتصاد، والتي توجب تعديل الفرضيات التي استند إليها في حساباته الخاصة بإدارة الاستثمار[٢]، وهناك أيضا مخاطر الإدارة Business Risksوالتي تنشأ من الأخطاء الإدارية لشركة معينة، مما يترك أثراً على المساهمين والدائنين من حملة أوراقها المالية[٣]. وتقاس هذه المخاطر بواسطة مقاييس التشتت وأهمها الانحراف المعياري[٤]، ومن الممكن خفض هذه المخاطر عبر التنويع[٥]، لذلك لابد للمستثمر من إتباع استراتيجيات مناسبة للتحوط من المخاطر لدفعها أو تقليل مخاطرها.

---

(١) Bodie, et al., Investments, p (٢٠٦).
(٢)Strigl, Capital & Production, P (١٤٦-١٤٧).
(٣) Horchen, Essentials of Financial Risk Management, P (١٤٩-١٥٠).
(٤) Scott, Understanding And Managing Investment, Op. Cit., p (٧).
(٥) Ross et al., Modern Financial Management, Op. Cit., p (٣٢٥).

وكما هو الاستثمار التقليدي فأن الاستثمار الإسلامي يواجه ذات المخاطر، ويواجه مخاطر أخرى تتعلق بالاستثمار الإسلامي، ومن أهم تلك المخاطر[١] :المخاطر الشرعية ومخاطر البيئة التشريعية ومخاطر المتعاملين ومخاطر العاملين، ويضاف لذلك مخاطر تختص بها كل صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.

المطلب الثاني: التحوط من مخاطر الاستثمار:

أولا: التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد التقليدي:من المنطق أن يسعى كل الناس إلى تجنب المخاطر بشتى السبل، وهذا الأمر مرتبط بالفطرة البشرية وحب الخير، والرغبة في كسب المزيد دون مخاوف أو مخاطر، ويرتبط التحوط Hedging ارتباطا وثيقا بالاستثمار كماهو حال المخاطر، والتحوط هو محاولة تجنب المخاطر أو تقليلها إلى أقل حد ممكن[٢]، أو هو حماية رأس المال باستخدام الوسائل الممكنة. وتنبع أهمية التحوط من أهمية الحفاظ على قيمة الاستثمار في مقابلة المخاطر التي تحيط به، ويهدف التحوط إلى الحفاظ على رأس المال المستثمر من الخسارة، والحفاظ على فرص الربح قدر الإمكان، وتجنب آثار المخاطر على التدفقات المالية المتوقعة[٣]. وقد دأبت نظريات الاستثمار الغربية على البحث عن وسائل لتجنب المخاطر، وقد انطلق التحوط بشكله

---

(١) للمزيد حول أهم المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية، أنظر : السبهاني، الوجيز في المصارف الإسلامية، ص (١٩٢-١٩٥).أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، ص (١٠٦-١٢٧).

(٢) Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, p (٤٥).

(٣) Metal & Energy, Importance & Benefits of Hedging, P (٧-٨).

الحقيقي في البداية من مبدأ تنويع الاستثمارات الذي قام علية نموذج ماركويتز Markowitz، والذي أدى إلى ظهور المحافظ الاستثمارية كوسيلة لخفض المخاطر، وظهر فيما بعد استخدام المشتقات المالية من خيارات ومستقبليات وعقود مبادلة للتحوط من المخاطر[١].

يستخدم العديد من الاستراتيجيات للتعامل مع المخاطر، ومنها :

تجنب المخاطر : ينتج ذلك عن عدم الرغبة أو القدرة على مواجهة المخاطر، ويكون ذلك من خلال تجنب النشاط الاقتصادي تماما، وهذه الطريقة تعدم الخطر تماما، ومثال ذلك عدم الاستثمار في السندات طويلة الأجل تجنبا لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة. ولكن هذا الأمر يترك أثرا سلبيا على الاقتصاد ككل، لأن جميع الأنشطة الاقتصادية لا تخلو من المخاطرة[٢].

تقليص المخاطرة: ويكون ذلك من خلال خوض غمار النشاط الاقتصادي مع التفكير باستراتيجيات ملائمة لتقليل درجة المخاطرة، ويكون ذلك باستخدام استراتيجيات التحوط الطبيعي، كمبدأ الموائمة بين توقيت التدفقات المالية الداخلة والخارجة، وذلك من خلال تحديد نسب التغطية بين الأصول والخصوم المتداولة وطويلة الأجل، لتوفير الأموال اللازمة في الوقت المحدد قدر الإمكان[٣]. وهناك أيضا مبدأ التنويع، وهو أشهر مبادئ التحوط من المخاطر، حيث يقوم على اختيار أدوات استثمارية تتمتع بمعامل ارتباط ذو معدل منخفض، ومن خلال هذا الأسلوب يختار

---

(١) Elton & Gruber, Modern Portfolio Theory & Investment Analysis,p(٧٢-٧٩)

(٢) رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ص (٣١٤-٣١٥).

(٣) Besley& Brigham, Essentials of Managerial Finance, p(٥٣٧).

المستثمر محفظته المالية المثلى، ويتحدد كل ذلك من خلال طبيعة أهداف المستثمر[1]. وتعتبر المشتقات المالية بمختلف أنواعها من أكثر الاستراتيجيات استخداما في التحوط، حيث تعتمد على اتخاذ مواقف متعاكسة في مختلف الأسواق ؛ لتقليل هامش الخسارة في مركز معين من ربح المركز الآخر المعاكس، أو من خلال مبادلة التدفقات النقدية المتوقعة بتدفقات أخرى من خلال عقود المبادلة،أو استخدام سقوف وأرضيات أسعار الفائدة لتفادي تقلباتها الكبيرة، وفي أغلب الحالات يتم تسوية هذه العقود عن طريق تبادل فروق الأسعار دون نقل ملكية الأصل[2].

نقل المخاطرة: وهي عملية تحويل تحمّل المخاطرة أو جزء منها إلى طرف آخر مقابل دفع مبلغ معين، ويكون ذلك من خلال عقود التأمين[3].

ثانيا: التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي : يعتبر التحوط من المخاطر المالية من مقاصد الشريعة الإسلامية الغراء يتمثل في مقصد حفظ المال الذي يعتبر من الضرورات في الإسلام، فتحث الشريعة الإسلامية على إتباع مختلف السبل المشروعة للحفاظ على المال وتنميته، فيقول تبارك وتعالى: ﴿وَلَا تُؤْتُوا۟ ٱلسُّفَهَآءَ أَمْوَٰلَكُمُ ٱلَّتِى جَعَلَ ٱللَّهُ لَكُمْ قِيَـٰمًا وَٱرْزُقُوهُمْ فِيهَا وَٱكْسُوهُمْ وَقُولُوا۟ لَهُمْ قَوْلًا مَّعْرُوفًا﴾ [سورة النساء:٥]،ويقول الرسول ﷺ : ((إن الله يرضى لكم ثلاثا ويكره لكم ثلاثا: فيرضى لكم أن تعبدوه ولا تشركوا به شيئا وأن تعتصموا بحبل الله جميعا ولا تتفرقوا، ويكره لكم قيل وقال وكثرة السؤال وإضاعة المال))[4].

---

(١) Markowitz, Portfolio Selection, p (١٧-٢١).

(٢) Horcher, Essentials of Financial Risk Management, Op. Cit., p(١٩٢-١٩٩).

(٣) رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص (٣١٥).

(٤) مسلم، المسند الصحيح المختصر، كتاب الأقضية، باب النهي عن كثرة المسائل بدون حاجة، ج٣، ص (١٣٤٠)، رقم ١٧١٥.

وقد ظهرت أهمية التحوط ضد المخاطر في القرآن الكريم من خلال قصة يوسف عليه السلام ورؤيا الملك، قال تعالى: ﴿قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدتُّمْ فَذَرُوهُ فِي سُنبُلِهِۦٓ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنۢ بَعْدِ ذَٰلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تُحْصِنُونَ﴾ [سورة يوسف٤٧ :٤٨] ، حيث تبين الآية نصيحة نبي الله يوسف للقوم بحفظ جزء مما يزرعونه في سنوات الخير استعداد لسنوات القحط المقبلة(١)، وهذا يدل على التحوط ضد خطر المجاعة في حال عدم وجود تخطيط سليم لما هو مقبل.كما يظهر التحوط بشكل أوضح في السنة النبوية المطهرة،**ويظهر ذلك من خلال ما رواه ابن عباس:** ((كان العباس بن عبد المطلب إذا دفع مالا مضاربة اشترط على صاحبه أنْ لا يسلك به بحرا ولا ينزل به واديا ولا يشتري به ذات كبد رطبة فإن فعل فهو ضامن. فرفع شرطه إلى رسول الله خ فأجازه))(٢)، وهنا يحاول العباس ط التحوط وخفض مستوى المخاطرة من خلال تجنب بعض أنماط التجارة ذات المخاطر المرتفعة باستحداث المضاربة المقيدة.

تختلف نظرة الاقتصاد الإسلامي عن نظرة الاقتصاد التقليدي للمخاطر، فيميز بين نوعين من المخاطرة ؛ مخاطرة التجارة وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل"(٣). وهذا تمييز واضح بين معنيين للمخاطرة؛ المخاطرة المنطوية على القمار والميسر، فلا تكون مرتبطة نشاط اقتصادي حقيقي ومنتج، ولا يتساوى فيها الغرم والغنم، والمخاطرة المرتبطة بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، والتي يسعى فيها المستثمر للربح

(١) الطبري، جامع البيان في تأويل القرآن، ج١٦، ص (١٢٥).
(٢)البيهقي،السنن الكبرى،ج٦، ص(١١١)، حديث رقم ١١٣٩١. الزيلعي، نصب الراية، ج٥، ص(٢٢٣). الكاساني، بدائع الصنائع، ج٦، ص (٨٠).
. ابن القيم، زاد المعاد، ج٥، ص٨١٦. ابن مفلح، الفروع، ج ٤، ص (١٧-١٨)(٣)

من خلال تحمل مخاطر تملكه للسلع ونقلها وتخزينها وتصريفها، وهذا المعنى الذي يتمتع بالاعتبار في الشريعة الإسلامية. ومن هنا فإن المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي تعني : "الاستعداد الايجابي والموقف الملتزم بتحمل نتائج النشاط الاقتصادي والتصرفات المالية على الوجه الذي ارتضاه الشارع الحكيم"[١]،

أما فيما يخص الموقف من المخاطرة، فالمستثمر في الاقتصاد التقليدي يحاول التخلص من المخاطر بشتى السبل، فيتم تجنبها بترحيلها للغير بشكل كامل، اعتمادا على استراتيجيات يحيط بمعظمها الربا والميسر والغرر، في محاولة للتخلص من التلازم بين العائد والمخاطرة، ولم تظهر كل هذه الأدوات إلا لهذه الغاية.وعلى الرغم من أن أغلب الأدوات وجدت لغايات التحوط من المخاطر، إلا أن استخدامها أصبح لغايات المضاربة وبالدرجة الأولى، فأصبحت أقرب ما تكون للرهان والقمار، وانفصمت عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، مما أدى إلى وقوع ظلم كبير على أغلب المتاجرين، وخطف رؤوس الأموال من الأنشطة الاقتصادية المنتجة، فبدلا من دورها كواقي من الخطر أصبحت مصدرا كبيرا للخطر، وقادت إلى خلق أزمات طاحنة أطاحت أو كادت أن تطيح بكل الاقتصادات.

أما موقف النظام الإسلامي من المخاطرة في تمثل في تحمّل المخاطر المرافقة للمعاملات المشروعة، إذا تعذّر تجنبها بالوسائل الموافقة للشريعة ؛ لان دفعها بوسائل مخالفة للشريعة يجرّد الربح من مشروعيته، وفيه مخالفة لترابط الغنم بالغنم، ويكون فيه نوع من ربح ما لم يضمن، وهذا لا يعني عدم محاولة دفع المخاطر بالطرق المشروعة التي لا تفقد الربح مسوغه، ومنها؛ تنويع مجالات الاستثمار وتنويع الآجال وتنويع الأسواق، والموازنة بين السيولة والربحية وغيرها[٢].

---

(١) السبهاني، الوجيز في التمول والاستثمار، ص (١٠١).
(٢) المرجع السابق، ص (١٠٢-١٠٣).

المبحث الثاني: الهندسة المالية:

برز مفهوم الهندسة المالية على وقع الانتشار الواسع للاستثمار في الأوراق المالية، وما رافقها من مخاطر ملازمة لهذا النوع من الاستثمار، فظهرت أوراق مالية مشتقة في محاولة لسد الثغرات التي يتسلل منها الخطر لتلك الاستثمارات. وقد فضّل الباحث استخدام مسمى الهندسة المالية التقليدية، لتمييزها عن الهندسة المالية الإسلامية.

المطلب الأول: الهندسة المالية التقليدية

نتيجةً لاستحواذ الأسواق المالية على نسبة كبيرة من الأموال المستثمرة، كان لا بد من تزايد وتنوّع الأدوات الاستثمارية، كمحاولة لعلاج ما رافق أدوات الاستثمار من العيوب التي تسللت منها المخاطر، لتصبح هذه المخاطر هي السمة السائدة للاستثمارات المالية، ومحور البحث والتطوير في مجال الاستثمار المالي، مما جعل الهندسة المالية الذراع الأقوى والمعوّل عليه في الأسواق المالية.

أولا : النشأة والمفهوم والأهداف:

عند سماعنا لمصطلح الهندسة المالية للوهلة الأولى تقفز المشتقات المالية إلى تفكيرنا، فمفهوم الهندسة المالية التصق بالمشتقات المالية، إلى درجة اقتصاره عليها عند الكثيرين، ولكن في الحقيقة تعتبر المشتقات المالية أدوات ناتجة عن صناعة الهندسة المالية. ويعود الظهور الأول لصناعة الهندسة المالية إلى منتصف العقد الثامن من القرن العشرين، عندما حاولت بورصة وول ستريت في نيويورك تطوير منتجات الأسواق المالية؛ لتخطّي جوانب القصور في الأدوات التقليدية كالأسهم والسندات

وقد تم الاستعانة بعدد من المتخصصين للتوصل إلى منتجات جديدة تساهم في تخفيف المخاطر، عن طريق الخلاص من القيود التشريعية والبيئية التي تقف في وجه التحوط ضد المخاطر، وقد ساهم التطور التكنولوجي في نجاح وتطور الهندسة المالية[١].

تُعرّف الهندسة المالية على أنها فرع من فروع التمويل يبحث في إيجاد الحلول لمواجهة المخاطر ومختلف المشاكل المالية اعتمادا على المشتقات المالية بالدرجة الأولى[٢]، أو هي ابتكار وتطوير أنظمة وعمليات وأدوات مالية من اجل تقديم حلول مبتكرة لحل المشاكل التمويلية والاستثمارية[٣]، فهي تركز على المقايضة بين العائد والمخاطرة، فتحاول البحث في سبل تطوير عائد الاستثمار بشكل مستمر[٤]، ومن هنا يمكن أن نعرف الهندسة المالية على أنها العمليات التي تهدف للحد من مخاطر الاستثمار وإيجاد حلول ملائمة لمشاكل التمويل والاستثمار من خلال تطوير الأدوات المالية المستخدمة أو ابتكار أدوات مالية جديدة.

تستند الهندسة المالية بالدرجة الأولى إلى الابتكار، فالابتكار يجب أن يساهم في تحسين الأداء الاقتصادي وإلا فانه يصبح بلا جدوى، وتكون هذه المساهمة من خلال تحقيق كمال السوق عن طريق توسيع فرص المشاركة في المخاطر، وجذب موارد لم تكن متاحة، وتخفيض تكلفة المعاملات، وتحسين السيولة[٥]، والابتكار هنا لا يقصد به مجرد الاختلاف عن الأدوات المالية المتعارف عليها، وإنما يهدف إلى الوصول

---

(١) Sergio&Fabozzi,The Mathematics of Financial Modeling, P (١١-١٣).
(٢) Kolb &Overdahl, Financial Derivatives, p (٣٤).
(٣)Sergio &Fabozzi, The Mathematics of Financial Modeling, Op. Cit,P (٣٣).
(٤) Harsha, Product Innovations through Financial Engineering, p (٣٨).
(٥) Mason &Tufano, Cases in Financial Engineering, p (٨).

إلى درجة أعلى من الكفاءة، لذا يجب أن تكون الأدوات المالية المبتكرة قادرة على تحقيق ما لا تحققه الأدوات المالية المتعارف عليها(١)، ومن هنا فإننا نستطيع القول أن الأدوات المالية المبتكرة تحاول تجاوز عيوب الأدوات المالية التقليدية.

ينظر للهندسة المالية على أنها صناعة حديثة وفعالة من اجل المساهمة الفاعلة في الحد من المخاطر، والمساهمة في رفع كفاءة الأسواق المالية، والتخطيط السليم والمبكر للتدفقات المالية. وتهدف الهندسة المالية إلى ابتكار أدوات مالية جديدة تخفف من المشاكل التمويلية التي تواجهها المنشآت، وتعمل على تنشيط السوق المالية من خلال استحداث أنواع متقدمة من الأوراق المالية، كما أنها تعمل على ابتكار وتطوير أنظمة وعمليات مالية تساهم في تخفيض تكاليف صفقات السوق المالية مثل التداول الالكتروني للأوراق المالية، ويضاف إلى ذلك ابتكار حلول إبداعية للمشاكل التي تواجه تمويل المنشآت مثل تحويل الشركات من النمط المساهم إلى الملكية الخاصة(٢).

ثانيا: أدوات الهندسة المالية التقليدية

تنوعت أدوات الهندسة المالية التقليدية، وتطوّرت لتلبية حاجات المستثمرين،وتلافي عيوب أدوات الاستثمار التقليدية،**ومن أهم هذه الأدوات:**

تطوير بعض أدوات الاستثمار التقليدية كالأسهم والسندات :وذلك لتوفير خيارات أكثر للمستمرين والمتمولين، وتجاوز عيوب تلك الأدوات،

---

(١) Finnerty&Etwell, Financial Engineering, p (٥٥-٥٨).
(٢) Beaumont, Financial Engineering Principles, p (xvii-xxi).

فظهرت الأسهم الممتازة وأسهم التوزيعات المخصومة، وظهرت السندات الصفرية وسندات التخيير وسندات النصيب والسندات القابلة للاستدعاء وغيرها[١].

أدوات سوق النقد قصيرة الأجل: حيث ظهرت لتلبية احتياجات المؤسسات المالية الكبيرة وخاصة البنوك تمولا واستثمارا، ومن هذه الأدوات شهادات الإيداع والقبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء وغيرها[٢].

التوريق Securitization : وهو أداه مالية حديثة، تعتمد على تجميع المؤسسة المالية لديونها على الغير أو قروضها للغير، والتي تتمتع بالتجانس، وتكون مضمونة كأصول، وجعلها كدين واحد مضمون برهون(عقارية على الأغلب)، وتحويلها إلى أوراق مالية تطرح للبيع على الجمهور من أفراد ومؤسسات ؛ أي أن ديون هذه المؤسسات (مصدرة الأوراق المالية) تمرر إلى دائنين آخرين (مشترو الأوراق المالية). وتهدف عملية التوريق إلى توفير تدفقات نقدية بدلا من القروض المقدمة من أجل إعادة استثمارها من جديد، وتقليل المخاطر من خلال توسيع قاعدة المشاركين في مواجهتها، فتح المجال للمزيد من الاستثمارات من خلال خفض نسبة القروض إلى رأس المال[٣].

المشتقات المالية : تعتبر المشتقات المالية أهم أدوات الهندسة المالية التقليدية، وقد عرّف بنك التسويات المالية Bank of International Settlements التابع لصندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب

(١) للمزيد حول الاتجاهات الحديثة في الأسهم والسندات، أنظر: هندي، الإدارة المالية، ص (٥٤٢-٥٥٩).

(٢) للمزيد حول أدوات سوق النقد، أنظر: Bodie et al., Investments, Op. Cit., p (٢٦-٣٠).

(٣) بن علي، استراتيجيات ادارة المخاطر في المعاملات المالية، ص (٣٤٠-٣٤١).

استثمار لأصل المال في الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري"[١]، وهناك العديد من المشتقات المالية التي طورتها صناعة الهندسة المالية، وأهمها:

عقود الخيار Option Contracts وهي عقد يتم بين طرفين يعطي مالك العقد الحق في أن يشتري أو يبيع كمية معينة من أصل معين بسعر تنفيذ محدد خلال فترة سريان العقد، ومقابل ذلك يدفع مشتري الخيار مبلغ معين من المال مقابل هذا الحق يسمى ثمن الخيار وهو غير مسترد[٢]، والخيار قد يكون مزدوج يجمع بين خيار الشراء و خيار البيع، فيختار موقعه من العقد (بائع / مشتري) حسبما تقتضيه مصلحته؛ فإذا ارتفع سعر السوق خلال فترة سريان العقد كان مشتريا، والعكس عند الانخفاض، وعادة ما يكون ثمن الخيار المزدوج ضعف ثمن خيار الشراء أو خيار البيع[٣].

العقود المستقبلية Future Contracts وهي عقد ملزم لمالكة بشراء أو بيع أصل محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في موعد مستقبلي محدد، وتمتاز بأنها عقود نمطية متجانسة ومتماثلة من حيث عدد ونوع الوحدات[٤].

العقود الآجلة Forward Contractsوهي عقد ملزم لمالكة بشراء أو بيع أصل محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في موعد مستقبلي محدد[٥].

---

(١) Kolb and Overdahl, Financial Derivatives, Op. Cit., p (١٧).
(٢) Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, Op. Cit., p (٣-٧).
(٣) Neftci, Principles Of Financial Engineering, p (٢٠٣-٢٠٥).
(٤) Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, Op. Cit., p (٣-٧).
(٥) Ibid., p (٣-٧).

عقود التبادل Swaps وهي التزام تعاقدي يقضي بمبادلة نوع معين من التدفقات النقدية مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تحدد عند التعاقد(١).

سقف سعر الفائدة Interest-Rate Cap تحديد حد أعلى لسعر الفائدة بهدف حماية مالك الأصل المالي من ارتفاع سعر الفائدة. وأرضية سعر الفائدة Interest-Rate Floor تحديد حد أدنى لسعر الفائدة بهدف حماية مالك الأصل المالي من هبوط سعر الفائدة. وسعر الفائدة المحدد بحد أعلى وحد أدنىInterest-Rate Collar حيث يتم تحديد حد أعلى وحد أدنى لسعر الفائدة بهدف حماية مالك الأصل المالي من ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة(٢).

ثالثا: آثار الهندسة المالية التقليدية

تعمل الهندسة المالية على خفض المخاطر، وتحفيز الأسواق المالية، والمساهمة في تحقيق الرفاهية، ورفع الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية، ويعتبر التعامل بأدوات الهندسة المالية اقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات، وتستطيع المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين استخدام أدوات الهندسة المالية للتحوط من المخاطر المحتملة، كما تقلل أدوات الهندسة المالية من التكاليف، وترفع من العوائد، وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة، وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسن إدارتها، ويضاف لذلك تدعيم أدوات الهندسة المالية للخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لعملائها وتساهم في تنويع محافظها الاستثمارية(٣).

---

(١) Ibid., p (١٤٧).
(٢) Rose &Hudgins, Bank Management and Financial Services, p(٢٧٢-٢٧٣).
(٣) العبادي، الهندسة المالية و أدواتها، ص (١١٠).

على الرغم من ايجابيات الهندسة المالية ومشتقاتها، إلا أن لها آثار سلبية قد تكون مدمرة، فإذا كان الهدف الأوحد للهندسة المالية هو تخطي القوانين من اجل الربحية، فسوف يؤدي ذلك إلى اختلالات وأزمات اقتصادية، و قد تصبح المؤسسات المسئولة عن الاستقرار داعما لتلك التعاملات والأدوات التي تعاكس أهدافها الأساسية، وخير مثال على ذلك ما حدث في عام ١٩٩٨ عندما أقدم البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي على دعم صندوق التحوط LCTM المتعثر، فقام بضخ ما يقارب ٣,٥ مليار دولار لإنقاذه من الانهيار[١].

كما تعتبر أدوات الهندسة المالية من أهم أسباب الأزمات المالية، وتعتبر أزمة الرهون العقارية ٢٠٠٨ من ابرز الأزمات التي ساهمت بها المشتقات المالية، فقد أدى تركيز الإقراض على قطاع واحد هو قطاع العقارات إلى انخفاض أسعار الفائدة على القروض العقارية وتوسع الأفراد في الاقتراض، وقد قاد هذا التوسع إلى زيادة الطلب التي أدت إلى ارتفاع حاد في أسعار العقارات، ومن ثم قام ملاك العقارات بالاقتراض بضمانة القيم الإضافية للمنازل وتوجيهها للإنفاق الاستهلاكي، وأدى نشاط سوق العقارات إلى توجه المستثمرين والمؤسسات المالية إلى ظهور المشتقات المالية المرتبطة بسوق الائتمان العقاري، وظهور ما يسمى بالتوريق Securitization الذي يقدم خدمة التامين على الصكوك المدعومة بالأصول العقارية المرهونة، وأغرى هذا النشاط وارتفاع قيمة العقارات المؤسسات المالية والمستثمرين بشراء تلك الصكوك وتم بيعها عدة مرات إلى العديد من المؤسسات، وبعد ذلك ارتفعت أسعار الفائدة مما

(١) السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، ص (٧).

أدى إلى زيادة تكلفة تسديد فوائد قروض تمويل العقارات، وعجز المقترضين عن التسديد وتهاوت أسعار العقارات بشكل كبير جدا مما أدى إلى خسائر فادحة للمؤسسات التي تداولت تلك الصكوك، وبدأت كبرى المؤسسات المالية بالتساقط واحدةً تلو الأخرى(١).

ومن هنا نجد أن فعالية المبتكرات المالية سببت ازدهار الأسواق المالية والمؤسسات المالية، ولكن هذه المبتكرات تحولت مع مرور الزمن إلى سلع تقليدية ذات ربحية منخفضة أو منعدمة أحيانا،دون أن تتخلص من دورها السلبي في الأسواق المالية والاقتصاد ككل، لذا يتوجب على الهندسة المالية إعادة اكتشاف نفسها من جديد، لكي تعاود الازدهار مستقبلا؛ لان الابتكارات السابقة أصبحت غير قادرة على الاستمرار، فقد تجاوز عرض تلك المنتجات الطلب عليها مما حوّل المنافسة من نوعية إلى سعريه، وهذا أدى إلى انخفاض الربحية بانخفاض الأسعار، وأفضل مخرج من هذا المأزق يكون عن طريق استبدال المنتجات المالية بأفكار ومنتجات جديدة، أو أن تقوم المؤسسات المالية بإعادة صياغة نفسها من جديد لتصبح أكثر قدرة على ابتكار منتجات مالية جديدة.

وهذا يكشف وجود فرصة كبيرة أمام الهندسة المالية الإسلامية لإيجاد منتجات مالية جديدة تثبت جدارتها وتفتح آفاق الاستثمار أمام المؤسسات المالية الإسلامية، وهذا يحتاج إلى جهود حثيثة من الباحثين والعاملين في مجال التمويل الإسلامي لإيجاد منتجات جديدة تمتاز بالكفاءة الاقتصادية ولا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

---

(١) Hampel, et al., The U.S. Mortgage Crisis, p (٣-٩).

المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية:

بعد أن ألقينا شيئا من الضوء على الهندسة المالية التقليدية، من حيث المفهوم والأدوات والآثار، لا بد لنا من استكمال ذلك بتسليط المزيد من الضوء على الهندسة المالية الإسلامية، للتعرف على نشأتها ومفهومها وأهم منتجاتها وطرق تصميمها.

أولا : النشأة و المفهوم:

يرى البعض أن الهندسة المالية الإسلامية ظهرت منذ أربعة عشر قرنا، وبالتحديد من تاريخ حديث الجمع والجنيب.

فعَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ م : أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ خ اسْتَعْمَلَ رَجُلا عَلَى خَيْبَرَ، فَجَاءَهُ بِتَمْرٍ جَنِيبٍ، فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: ((أَكُلُّ تَمْرِ خَيْبَرَ هَكَذَا))، قَالَ: لاَ وَاللَّهِ يَا رَسُولَ اللَّهِ إِنَّا لَنَأْخُذُ الصَّاعَ مِنْ هَذَا بِالصَّاعَيْنِ، وَالصَّاعَيْنِ بِالثَّلاَثَةِ، فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ خ: ((لاَ تَفْعَلْ، بِعْ الجَمْعَ بِالدَّرَاهِمِ، ثُمَّ ابْتَعْ بِالدَّرَاهِمِ جَنِيبًا))[1]. وعن أَبَي سَعِيدٍ، يَقُولُ: جَاءَ بِلَالٌ بِتَمْرٍ بَرْنِيٍّ، فَقَالَ لَهُ رَسُولُ اللهِ خ: ((مِنْ أَيْنَ هَذَا)) فَقَالَ بِلَالٌ: " تَمْرٌ كَانَ عِنْدَنَا رَدِيءٌ، فَبِعْتُ مِنْهُ صَاعَيْنِ بِصَاعٍ لِمَطْعَمِ النَّبِيِّ خ ، فَقَالَ رَسُولُ اللهِ عِنْدَ ذَلِكَ((أَوَّهْ عَيْنُ الرِّبَا، لَا تَفْعَلْ، وَلَكِنْ إِذَا أَرَدْتَ أَنْ تَشْتَرِيَ التَّمْرَ فَبِعْهُ بِبَيْعٍ آخَرَ، ثُمَّ اشْتَرِ بِهِ))[2].

---

(١) البخاري، الجامع المسند الصحيح المختصر كتاب البيوع، باب إذا أرداد بيع تمر بتمر خير منه، ج٣، ص (٧٧)، حديث رقم ٢٢٠١، كتاب المغازي، باب استعمال النبي صلى الله عليه وسلم على أهل خيبر، ج٥، ص (١٤٠)، حديث رقم ٤٢٤٤، كتاب الاعتصام بالكتاب والسنة، باب إذا اجتهد العامل أو الحاكم، فأخطأ خلاف الرسول من غير علم، فحكمه مردود، ج٩، ص (١٠٧)، حديث رقم ٧٣٥٠.

(٢) مسلم، صحيح مسلم، مرجع سابق، كتاب المساقاة، باب بيع الطعام مثلا بمثل، ج٣، ص (١٢١٥)، حديث رقم ١٥٩٤.

وجاء في شرح الحديث أن التمر الجنيب؛ وهو التمر الطيب الذيلا يخلط بغيره، كان يباع بكمية أكبر من تمر الجمع؛ وهو تمر أقل جودة ويخلط من أكثر من نوع، وقد نهى الرسول خ عن ذلك لوجود علة الربا، وقد أمر أن يتم تبادلهما مثلا بمثل، أو يباع الجنيب ويُشترى بثمنه جمعا، أو العكس[1].

ويظهر لنا من الحديث ابتكار الرسول خ لطريقة تجنب المسلمين التعامل بالربا، ويعتبر ذلك تطوير للمعاملات المالية للوفاء بحاجات الناس، بما لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية. والمتمعّن في الفقه الإسلامي يرى العديد من المحاولات التي عملت على الوصول إلى صيغ للمعاملات الإسلامية تلبي احتياجات المجتمع الإسلامي، وفي الوقت ذاته لا تخالف مقاصد الشريعة الإسلامية، فبيع السلم والاستصناع وبيع الوفاء والعينة والتورّق تندرج في نطاق الهندسة المالية، بعيدا عن مناقشة مشروعيتها.

يظهر لنا مما سبق أن الشريعة الإسلامية السمحة تغطي كل جوانب الحياة، مكونةً نظام شامل متكامل، عن طريق ضوابط وقيود تحكم جميع العبادات والمعاملات، ويرى الباحث أن الأحكام والضوابط التي تنظم المعاملات الإسلامية لا تشكل عقبة في وجه التطوير والابتكار، فالابتكارات المالية يجب أن تتماشى مع قيود الشريعة الإسلامية، ولا تكون التفافا عليها، ويجب أن تحقق المرجو منها اقتصاديا؛ لان هذه القيود تعتبر مصدر للاستقرار.

ويقصد بالهندسة المالية الإسلامية: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك

---

(١) ابن حجر، فتح الباري، ج٤، ص (٤٠٠). النووي، شرح صحيح مسلم، ج١١، ص (٢٣).

في إطار موجهات الشرع الحنيف"[1]، ومن الممكن أن نعرفها على أنها العمليات التي تهدف للحد من مخاطر الاستثمار وإيجاد حلول ملائمة لمشاكل التمويل والاستثمار من خلال تطوير الأدوات المالية المستخدمة أو ابتكار أدوات مالية جديدة مع مراعاة أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية.

ثانيا: أهداف الهندسة المالية الإسلامية:

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى ابتكار حلول لمشاكل التمويل والاستثمار، وتحويلها إلى منتجات تحقق أغراض مالية معينة، تواكب التطور المتسارع للقطاعين المالي والمصرفي، على أن تتوافق مع الشريعة الإسلامية، بحيث تحقق الكفاءة المالية والمصداقية الشرعية. وتتمثل الكفاءة المالية في تحقيق المكاسب لأطراف السوق المالية، وتخفيض كلفة الوساطة المالية قدر الإمكان، وتعبئة الموارد المالية، والتوفيق بين الربحية والسيولة من خلال مرونة إدارة الأصول، وتوفير الأمان من خلال التحوط من المخاطر[2].

ثالثا: أساليب تصميم منتجات الهندسة المالية الإسلامية:

هناك ثلاثة طرق لتصميم منتجات الهندسة المالية الإسلامية، **هما:**

التطوير: تعتمد هذه الطريقة على تطوير صيغ الاستثمار الإسلامية الأصيلة لتواكب متطلبات الاستثمار والتمويل المعاصرة.

---

(١) صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، ص (٨).
(٢) السبهاني، الوجيز في التمولو الاستثمار وضعيا و إسلاميا، مرجع سابق، ص (٢٢٧).

المحاكاة: تعتمد هذه الطريقة على تحديد النتيجة المطلوبة من المنتج سلفا بحيث تحقق ما يحققه المنتج التقليدي، وتمتاز هذه الطريقة بالسهولة والسرعة، فهي تحتاج فقط إلى متابعة المنتجات الرائجة تقليديا مع ضبطها بضوابط شرعية[١].

الأصالة والابتكار: تعتمد هذه الطريقة على إيجاد صناعة مالية إسلامية تطور منتجاتها من خلال صيغ التمويل المقبولة شرعا، وهذا يتطلب دراسة متواصلة للاحتياجات الفعلية للعملاء، وتطوير منتجات خاصة لها بشرط توافقها مع الشرع وتحقق الكفاءة، وتحتاج هذه المنتجات إلى وقت أطول لصياغتها، وتكون تكاليفها كبيرة في البداية ثم تبدأ بالتناقص[٢].

رابعا: منتجات الهندسة المالية الإسلامية :

تعددت منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وقد تنوّعت بتنوّع أساليب التصميم، ومن أهم هذه المنتجات :

منتجات ناتجة عن تطوير الأدوات الاستثمارية الأصيلة: وتتمثل في صيغ الاستثمار بصورتها الأصيلة التي طبقت في مختلف أطوار الدولة الإسلامية، كالمضاربة والمشاركة والإجارة ومختلف أنواع البيوع. حيث ساهم تطور الفكر المصرفي الإسلامي بشكل كبير في تطوير العقود الأصيلة للمعاملات الإسلامية؛ بغية مجاراتها للتطور المالي، وتوفير خيارات أكثر للمصارف وعملائها لاستثمار أموالهم؛ وبدرجة أكبر الحد من مخاطرها بتدنيتها إلى أقصى حد ممكن، وقد اقتربت المخاطرة في أغلب الأحيان من الصفر، وذلك من خلال استخدام العقود المركبة، أو

---

(١) قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص (٦).
(٢) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، ص (١٠٧-١١١).

إضافة ترتيبات وشروط معينة للعقود، بحيث تصل إلى الشكل المرغوب به، ومنها: بيع المرابحة والمشاركة المتناقصة والإجارة المنتهية بالتمليك وغيرها.

منتجات ناتجة عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية: وذلك من خلال استنساخ بعض الأدوات المستخدمة في الأسواق المالية التقليدية، وتعتبر سندات القرض والصكوك بصورتها الحديثة من أهم الأدوات المستنسخة، ففكرة الصكوك انبثقت من الأسهم والسندات، التي تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص صغيرة، سواء بالدين أو بالمشاركة، مما يساهم في توزيع المخاطر على أكبر عدد من المساهمين أو الدائنين، فيصبح تقبلها أمر ليس عسير المنال. كما قام الباحثين في المجال الاقتصادي الإسلامي بتطوير بعض المشتقات المالية التقليدية لكي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويكون ذلك من خلال تكييفها فقيها لإزالة ما يخالف الشريعة منها ويتم تداولها والتعامل بها دون حرج.

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار

يقترن العائد بالمخاطر في عالم الاستثمار ولابد من التعامل مع هذه المخاطر بمختلف الوسائل، وقد ربط الدين الإسلامي بين الغنم والغرم، فلا ربح دون مخاطرة، والوصول بالمخاطر إلى الصفر قد يفقد الربح مسوغاته، كما أن الربح دون مخاطر قد يندرج في خانة ربح ما لم يضمن، مما يضعه في دائرة الشبهات.

وعرفنا سابقا أساليب التحوط التقليدية من موائمة وتنويع وتوريق ومشتقات مالية، وهذه الأساليب منها ما يتوافق مع الشريعة ويمكن أن يطور ليخدم المؤسسات المالية الإسلامية،ومنها ما يتعارض مع الشريعة الإسلامية،

المطلب الأول: دواعي استخدام التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي:

يرى الباحث أن مداخل مخاطر الاستثمار في السوق الإسلامي محدودة نسبيا مقارنة مع مخاطر الاستثمار في الأسواق التقليدية، والتي ازدادت مع تزايد منتجات الهندسة المالية التقليدية، وخروجها من هدف التحوط إلى رحاب المضاربة والمتاجرة، حتى أصبحت تشكل جزءا كبيرا من أدوات السوق المالي، حيث بلغ حجم المستقبليات المتداولة في شهر أيلول لعام ٢٠١٥ ما يقارب ١٨٥ بليون دولار أمريكي، وبلغ حجم الخيارات المتداولة في شهر أيلول لعام ٢٠١٥ ما يقارب ٢١٥ بليون دولار أمريكي[١].

---

(١) BIS, Exchange-traded derivatives statisticsExchange-traded futures and options by location of exchange, http://www.bis.org/statistics/d١.pdf, ٢٥-٧-٢٠١٦, ٨:٣٥PM.

ولكي نتمكن من إثبات أو نفي هذه الفرضية لا بد من مناقشة مقتضبة لطبيعة السوق الإسلامي من حيث الهيكل والآلية[١]المتعلقة بالاستثمار، واحتمالية دخول المخاطر إلى عقود السوق الإسلامي، ومن أهم هذه الأحكام:

أولا : أحكام تهدف إلى توفير الحرية للمشاركين في السوق: فلا بد من توفر الرضا في مختلف المعاملات، حيث يعتبر الرضا هو الركن المتفق عليه عند الفقهاء لسلامة المعاملات، ويعبّر عن الرضا بالقبول والإيجاب بالعديد من الوسائل التي تدل على رضا الطرفين بما تضمّنه العقد. ويضاف لذلك تعميق الشعور بالرضا، والتحقق من رسوخه، عبر منح حق الخيار لأطراف العقد بفسخ العقد أو إمضاءه، بعد أخذ الوقت الكافي للتحقق من صحة المعلومات، أو لأخذ الوقت للتفكير والمشاورة، ومن هذه الخيارات: خيار الشرط، خيار العيب، خيار الرؤية، خيار التصرية، وخيار الغبن.

ثانيا: أحكام تهدف إلى توفير المعلومات الصحيحة حول محل العقد: تعتمد صحة المعلومات بالدرجة الأولى على الإفصاح، والذي يتمثل في عرض السلعة بصورتها الحقيقية دون غرر أو خداع، حيث تحرص تعاليم الإسلام على توفير المعلومات الكافية والصحيحة للعاقدين في كل ما يتعلق بالعقد، ويعتمد ذلك على التعامل بصدق وأمانه من جميع الأطراف، فنها الإسلام في هذا السياق عن الغش والغرر والتغرير، كما نهى عن تطفيف الكيل، والبيع على البيع، والسوم على السوم، وغير ذلك.

(١) للمزيد أنظر : البدارين، دور المخاطرة في نظرية القيمة، ص (١١٩-١٢٨).

ثالثا : أحكام تهدف إلى منع التلاعب بآلية السوق، فيسعى النظام الإسلامي للحفاظ على الظروف المحيطة بالسوق، والتي من شأنها التأثير على آلية السوق وقدرتها على إفراز السعر العادل للسلعة، من خلال التأثير على العرض والطلب، فنهى عن الاحتكار وتلقي الجلب وبيع الحاضر للباد.

رابعا : أحكام تهدف إلى منح القوة والعمق للسوق: فيحرم الاكتناز مما يساهم في توجيه الأموال إلى الاستثمار، ويمنع تعطيلها، ويفرض الزكاة التي تعتبر تكلفة على الأموال الزكوية المعطلة، حيث تتآكل هذه الأموال بنسبة ٢,٥% سنويا أذا بقيت معطلة، ويساهم فرض الزكاة في الحدّ اكتناز الأموال لكي لا تتآكل، ويحرم الربا، وما ينبثق عنه من بيوع للتخلص من آثاره القاتلة مما يؤدي إلى توجيه الأموال إلى الاستثمار الحقيقي المنتج. ويحرص كذلك على استخدام النقود في وظائفها الحقيقية فقط، كما يحرم القمار والميسر فيمنع المخاطرة غير المنتجة والتي تعزل المخاطرة عن الملكية ولا ترتبط بنشاط اقتصادي حقيقي.

حافظت هذه الأحكام على مقاصد الشريعة الإسلامية، ويلاحظ ارتباطها المتين ببنية السوق الإسلامي، فتضبطها وترسم لها التخوم التي تتحرك ضمنها، وفي المقابل تترك الحرية للمتعاملين في إتمام تعاملاتهم برضاهم، فلا تتدخل بآلية السوق إلا في حالات نادرة تستوجب التدخل من خلال التسعير.

يوفر السوق الإسلامي الحرية الكاملة للمتعاقدين، شأنه بذلك شأن أسواق الاقتصاد الرأسمالي، ويتميز السوق الإسلامي بالتأكيد على الرضا وتعميقه من خلال إعطاء إطراق العقد فرصة التفكير والمراجعة، وتوفير إمكانية التراجع عن العقد من خلال الخيارات، ومن خلال الترغيب في

إقالة النادم، مما يحد من مخاطر قلة المعرفة، ويساهم في الحصول على المشورة، ودراسة العقد بشكل أكبر، وخاصة في حالة الفرص الاستثمارية التي تحتاج إلى قرار سريع لكي لا تهدر.

يعتبر توفر المعلومات الكافية والصحيحة في الوقت المناسب هو المعيار الأساسي للفرضيات المحددة لمستويات كفاءة السوق المالي(١)، كما يعتبر احتكار المعلومات أو توفر معلومات غير صحيحة أو غير كافية هو المدخل الأبرز لجني الأرباح غير الاعتيادية، وتفرد بعض كبار المستثمرين بهذه الأرباح نتيجةً لتفردهم بالمعلومات، أو من خلال اعتمادهم على أسلوب القطيع عن طريق التغرير من خلال الإشاعات. ومن خلال تطبيق الأحكام الهادفة لتوفير المعلومات الصحيحة، يتمكن السوق الإسلامي من رفع كفاءة السوق، وتجاوز مخاطر احتكار المعلومات أو مخاطر نشر المعلومات المضللة، مما يوفر قدر أكبر من العدالة بين جميع الأطراف.

تعاني أغلب أسواق المال التقليدية من انتشار احتكار الأوراق المالية، وسيطرة ثلة من صناع السوق؛ ككبار المستثمرين والمضاربين والسماسرة، مما يجرّد السوق من أهم شروط المنافسة، ويسمه بكثير من مواصفات سوق الاحتكار. وهذه الأمور تتيح لتلك الفئات القدرة على التحكم والتلاعب بآلية السوق، والتأثير على العرض والطلب، مما يساهم في توجيه السعر حسب الرغبة، وغالبا ما يكون بعيدا عن السعر العادل الذي يعكس المعلومات الحقيقية لظروف السوق وواقع المنشآت. وتساهم الأحكام الهادفة إلى منع التلاعب بآلية السوق في رفع مستوى المنافسة، وتحجيم قدرة أي طرف في التأثير على آلية السوق في تحديد الأسعار

---

(١) Rose & Marquis, Money and Capital Market, P (٥٥-٥٧).

وتساهم الأحكام الهادفة لمنح القوة والعمق للسوق في منح الاستقرار للسوق الإسلامي، فتحريم الربا يقلص المخاطر بشكل كبير من خلال تلافي الآثار المدمرة لسعر الفائدة[1]، التي خلفت ما خلفت من الأزمات، وانتقدها علماء كبار من أبناء جلدتها[2]. ويساهم تحريم الميسر والقمار في التخلص من انفصام المخاطرة عن الملكية، مما يجعل المخاطرة الايجابية هي السائدة، فتتوثق العلاقة بين الاقتصاد المالي والحقيقي، وتتلاشى أدوات المتاجرة بالمخاطر وعلى رأسها المشتقات المالية. مما يعني الحد من المضاربة بالأوراق المالية بشكل كبير. ويعمل تكامل هذه الأحكام على توجيه الأموال إلى الاستثمار الحقيقي، ففرض الزكاة وتحريم الاكتناز يحرر الأموال ويدفعها إلى الاستثمار، وتحريم الربا وتسليع النقود يوجهها لمختلف أنواع الاستثمار الحقيقي المنتج، وتصبح النقود أكثر قدرة على أداء وظائفها الحقيقية.

وتعكس هذه الأحكام متانة البنية التي تتمتع بها الأسواق الإسلامية، وقدرتها على الحد من المخاطر بشكل كبير، ويرى الباحث أن هذه الأحكام تعتبر من أهم أدوات التحوط ضد المخاطر، وذلك من خلال الاعتماد على مبدأ الوقاية، فتوصد أهم المنافذ التي قد تتسلل منها المخاطر، فهذه المنظومة المتعاضدة من الأحكام تمثل الجوهر الحقيقي للهندسة المالية، والأساس الراسخ للتحوط من المخاطر. وهذا يعكس محدودية دواعي التحوط من المخاطر في الاقتصاد الإسلامي، وخاصة في حال الالتزام بتفاصيل ومتطلبات المعاملات بصورة تامة.

---

(١) حول آثار الربا، أنظر: السبهاني، الوجيز في التمول والاستثمار، مرجع سابق، ص (٣٤-٣٦).

(٢) حول انتقاد علماء الغرب لآثار سعر الفائدة، أنظر: البدارين، دور المخاطرة في نظرية القيمة، مرجع سابق، ص (١٨٩-١٩٠).

المطلب الثاني: مبادئ إنتاج أدوات الهندسة المالية الإسلامية لغايات التحوط:

تحتاج عملية تطوير منتجات مالية إسلامية إلى وضع منظومة ملائمة للتقويم،بحيث تحقق هذه الأداة كفاءة مناسبة في تلافي أو خفض الخطر، وتحقق المتطلبات الشرعية اللازمة لصحة المعاملات، ويرى الباحث أن مبادئ عملية التطوير تتمثل في :

البحث في مدى ضرورة تحمل المخاطرة، وهذه الضرورة تُستمد من أهمية النشاط الاقتصادي المرتبط بالمخاطرة، والمقارنة بين الآثار المتوقعة من الإقدام على النشاط الاقتصادي أو الإحجام عنه، فيما يتعلق بالمستثمر والمجتمع والاقتصاد الوطني ككل،فإذا رجحت توقعات ضرورة النشاط عندها يتم البحث في تصميم أدوات تساهم في الحد من المخاطر المرافقة لهذا النشاط.

بحث مشروعية المخاطرة، فلا يقبل بها إلا إذا كانت مخاطرة ايجابية، بحيث تكون تابعة للنشاط الاقتصادي ولا تكون مقصودة بذاتها، ولا يكون احتمال حدوثها مؤكدا أو شبه مؤكد، ولا يكون هناك فصلا بين المخاطرة والملكية، ولا فصلا بين المخاطرة والنشاط الاقتصادي الحقيقي فلا تتحول المخاطرة إلى سلعة أو هدف أساسي، بحيث تصبح العقود صورية.

البحث في مدى توفر القدرة على تحمل مخاطر النشاط الاقتصادي وما ينتج عنها، فحدوث بعض المخاطر يترك آثارا قاسية وعميقة على المستثمر والاقتصاد بحيث تتجاوز قدرتهما على الصمود، وتخالف مقاصد الشريعة من خلال اقترانها بالتهور بشكل كبير.

البحث في طبيعة وحجم المخاطر، وتتحدد طبيعة المخاطر حسب صيغة الاستثمار، مما يسهل البحث في الأدوات المناسبة لمواجهة المخاطر والحد منها قدر الإمكان، فيُبحث أولا في مصادر المخاطر لبحث سبل تجنبها، ويكون ذلك من خلال تقييم مدى فعالية الأدوات المتعارف عليها للحد من المخاطر ؛ كتنويع مصادر الأموال والآجال ومحفظة الاستثمار، والموائمة بين الأصول والخصوم استنادا إلى تخطيط التدفقات المالية المتوقعة وغيرها،ومن ثم اللجوء للهندسة المالية الإسلامية لتصميم الأدوات الملائمة لذلك.

إذا عجزت الأساليب السابقة عن إيجاد الحلول، تبدأ عملية تصميم وتطوير الأدوات المناسبة للحد من المخاطر التي تم قياسها وتحديد طبيعتها.

البحث في موافقة الأداة والنشاط بعد استخدام الأداة لأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية، وينطلق ذلك من دراسة مشروعية اقتران النشاط الاقتصادي بالمخاطرة، فبعض الأنشطة تكتسب مشروعيتها من اقترانها بالمخاطرة، وبعضها الآخر تفقد مشروعيتها إذا اقترنت بالمخاطرة.ومن ثم البحث في استيفاء شروط صحة المعاملات، فينطلق ذلك من دراسة المبنى العقدي للنشاط من حيث توفر رضا وأهلية العاقدين، وخلوه من كل ما يخالف أحكام الشريعة كالربا والغرر والجهالة والخبث وغيرها، والتحقق كذلك من سلامة النية وتوافقها مع مقصد النشاط، ويضاف لذلك التحقق من

آلا لنشاط وآثاره، من خلال المقارنة والترجيح بين المصالح والمفاسد الناتجة عنه[1].

تقييم كفاءة الأداة من حيث تحقيقها للهدف المقصود من تصميمها، ومن تحقيق مساهمتها في تحقيق القيمة المضافة للاقتصاد، وخفض التكاليف المرافقة للنشاط الاقتصادي، وقدرتها على تجنب ترك آثار اقتصادية واجتماعية ضارة، والمساهمة في تحقيق الأسواق المالية لأهدافها الحقيقية.

المطلب الثالث: أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار :

يعتمد تحديد الأسلوب المناسب للتحوط من المخاطر على طبيعة النشاط الاستثماري، والصيغة المستخدمة، فكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامي تواجه مخاطر مختلفة، مما يستدعي استخدام العديد من الأساليب لمواجهة تلك المخاطر، ويضاف لذلك المخاطر التي تواجه جميع الصيغ؛ كمخاطر أسعار الصرف، وأسعار فائدة، وتغير القيمة الزمنية للنقود ومخاطر السوق بشكل عام. ومن الأساليب التي نوقشت سابقا، ولا تتعارض مع الشريعة الإسلامية:

أولا: الطريقة الأمثل لتقليل المخاطر: والتي يدعو لها الإسلام هي الانضباط بأحكام السوق الإسلامي، والالتزام بالتفاصيل الحقيقية والدقيقة للمعاملات الإسلامية؛لأنها تحوي الكثير من موانع المخاطر والأزمات؛ كتحريم الربا الذي فجّر ما فجّر من أزمات،وتحريم الغرر والغش والتقرير مما يعطي استقرار أكبر للسوق المالي، ويحد من الربح الجائر الذي يرمي بكثير من صغار المستثمرين خارج السوق.

---

(١) السبهاني، الوجيز في التمول والاستثمار، مرجع سابق، ص (١٧-٢٠).

ثانيا: الاهتمام بدراسة الجدوى الاقتصادية: بشكل أكبر، بحيث تدرس الفرص الاستثمارية وما يرتبط بها من مخاطر متوقعة، تمهيدا لرسم الخطط المناسبة لمواجهتها وزيادة فرص النجاح، مما يساهم في طمأنة جميع الأطراف،فتعد الدراسات التمهيدية وتدرس الجوانب الشرعية والمالية والتسويقية والفنية وغيرها، مما يسهل عمليات المتابعة وإعادة التقييم لاحقا.

ثالثا: استخدام الرهونات والكفالات لتلافي مخاطر عدم التزام العملاء بالتسديد في البيوع والإجارة أو سوء الإدارة في المضاربة والمشاركة، مما يساهم في حفظ الحقوق وتسهيل توفير التمويل اللازم لممارسة الأنشطة الاقتصادية.

رابعا: توسيع قاعدة تحمل المخاطر من خلال التصكيك:(١)، بحيث يتم تصكيك مختلف صيغ التمويل الإسلامية، وبيع وتداول تلك الصكوك لتوزيع المخاطر على عدد كبير من الأطراف، فيشترك حملة الصكوك في تحمل المغارم والفوز بالمغانم، مما يساهم في تخفيف وطأة تحقق المخاطر.

كما تساهم صناديق الاستثمار في توزيع المخاطر من خلال تكوين المشاركين وخاصة صغار المستثمرين لرأس مال الصندوق، ويتم استثماره من قبل صندوق الاستثمار وفقا للخطط الاستثمارية المعلنة.

خامسا: التحوط الاقتصادي: وهو التحوط المنفرد الذي يقوم به الأفراد لتقليل المخاطر دون اللجوء إلى التعاقدات مع أطراف أخرى، وأشهر أنواع هذا التحوط هو التنويع Diversification، والذي اعتبره الخبراء

(١) للمزيد حول الصكوك الإسلامية، أنظر: السبهاني، الوجيز في التمولو الاستثمار، مرجع سابق، ص (١١٥-١٢٧). دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق.

أفضل طريقة لمواجهة مخاطر الاستثمار، ومثال ذلك استخدام المؤسسات المالية الإسلامية للتحوط الاقتصادي عن طريق التنويع بين البيع الآجل المعرض لخطر التضخم وخاصة في العقود طويلة الأجل، وبيع السلم التي يتجاوز تلك المخاطر، وبذلك تحافظ المؤسسة على القيمة الحقيقية لموجوداتها واستثماراتها[(١)].

وقد يستخدم أسلوب المقاربة بين قيمة الموجودات والمطلوبات، وقيمة الإيرادات والمصروفات، فالاختلال في القوائم المالية يعتبر أساس عمل المؤسسات المالية التقليدية، فالفجوة بين الموجودات والمطلوبات تعتبر مصدر أرباح تلك المؤسسات من خلال اعتمادها على الودائع بدلا من رأس المال مما يعرضها لدرجات عالية من المخاطر، وهذا ما قاد إلى نشوء فكرة المصارف المركزية ومؤسسات ضمان الودائع وإعادة التأمين عليها. وفي المقابل فطبيعة استثمارات المؤسسات الإسلامية القائمة على المشاركات بشتى أشكالها تفرض عليها التماثل بين جانب الموجودات وجانب المطلوبات مما يقلل المخاطر التي تتعرض لها لتصل إلى حدودها الدنيا وتجعلها أكثر استقرارا[(٢)].

وقد يتم اللجوء إلى استخدام مخصصات مواجهة المخاطر بمختلف أشكالها، بحيث تحتجز نسبة من الأرباح ويتم الاحتفاظ بها لمواجهة هبوط قيم أسعار السلع أو الأوراق المالية، وتغطية الخسائر حال وقوعها.

سادسا: التحوط الطبيعي: هو عملية التوفيق بين طبيعة تكوين الموجودات والالتزامات، بحيث يكون لها نفس أسلوب التسعير، وتكون مقومة بنفس

---

(١) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص(١٣٣-١٣٥).
(٢) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (١٣٧).

العملة؛ لتجنب مخاطرها، ومثال ذلك ما قامت به مجموعة البنك الإسكندنا فيScandinavian Bank Group من خلال تقويمها لرأس المال بسلة من العملات الأوروبية تتلاءم وطبيعة أعمال المجموعة، فاستطاعت خفض مخاطر العملات دون الدخول في عقود مشتقات[١].

سابعا: التحوط الحركي: يستخدم للتحوط من مخاطر الأصول المتداولة بما فيها الأوراق المالية، حيث يتم بناء محفظة تتكون من تلك الأصول، ويتم إدارة المحفظة بطريقة تحقق ما تحققه عقود المستقبليات، ومن الجدير ذكره أن تسعير المشتقات يستند لهذا النوع من المحافظ[٢].

ثامنا: التحوط التعاوني: هو تحوط يقوم على مبدأ التعاون بعيدا عن المعاوضات، ويهدف إلى توزيع المخاطر على المشاركين في هذا النوع، ويتم ذلك من خلال إنشاء صندوق مشترك للأعضاء فتتوزع المخاطر بين المشتركين دون التعرض للمجازفة، وتستخدم الصناديق التعاونية لإدارة مخاطر رأس المال والعائد وأسعار العملات، ويشترط لنجاح التحوط التعاوني اختلاف المخاطر التي يتعرض لها المشاركين بحيث لا تقع الخسائر مره واحدة مما يؤدي لانهيار الصندوق؛ أي أن ذلك يتطلب تنويع أنشطة المشاركين في الصندوق، وفي حال حدوث عجز في الصندوق جراء التعويضات المدفوعة يتم تغطية العجز اختياريا من قبل جميع المشاركين.

من تطبيقات التحوط التعاوني ما يعرف بالتحوط الثنائي ضد مخاطر العائد الذي يستخدم في حالة البيوع الآجلة التي تؤدي إلى نشوء دين طويل الأجل في ذمة العميل، وهنا يتعرض كل طرف من الطرفين لمخاطر تغير العائد، فعند انخفاض ثمن السلعة في السوق ترتفع تكلفة التمويل، وسوف

---

(١) Heffernan, Modern Banking, p (١٩٤).

(٢) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (١٣٨).

يتأثر العميل لأنه يدفع أكثر من السعر الحقيقي للسلعة، وفي حالة ارتفاع ثمن السلعة في السوق سوف ينخفض مردود التمويل للبائع و في كل حالة من الحالات يخسر أحد الأطراف، ولتوزيع المخاطر يتفق الطرفان على تغيير مدة التسديد مقابل خفض أو رفع الأقساط يرافقه تغير مماثل في إجمالي الدين[١].

تاسعا: التحوط التعاقدي: وهو التحوط الذي يرتبط بعقود المعاوضات، ويمكن تطبيقه على مختلف صيغ الاستثمار الإسلامية.

التحوط في عقود المضاربة: فعقود المضاربة ترتبط بمخاطر رأس المال والمخاطر الأخلاقية، ويتم الحد من هذه المخاطر عن طريق إجراء دراسة دقيقة ومفصلة للمركز المالي للعميل من خلال القوائم المالية لعدة سنوات، والقدرات الإدارية عن طريق الاطلاع على مشروعات سابقة للعميل، والقدرة الائتمانية من خلال دراسة وتقدير التدفقات النقدية المستقبلية، يرافق ذلك دراسات الجدوى اللازمة[٢]، وقد يتم تجنب تلك المخاطر عن طريق بيع نسبة من رأس المال لطرف ثالث عادة ما يكون شركة تأمين بثمن مؤجل يعادل قيمة رأس المال، فيستفيد المصرف حمايته لرأس المال ويستفيد من الجزء الذي احتفظ به من رأس المال وأرباح ذلك الجزء، ويستفيد الطرف الثالث بامتلاكه لحصة من رأس المال و أرباح تلك الحصة دون أن يدفع ثمن نقدي لتلك الحصة. وقد يتم تجنب تلك المخاطر عن طريق المضاربة مع تأخير رأس المال، فيقوم المصرف بإعطاء المضارب حرية إجراء الصفقات تحت إشراف المصرف، وبعد إتمام الصفقة يقوم المصرف بالدفع الفوري للثمن وقبض ثمن البيع ودفع أرباح المضارب وإبقاء رأس المال وحصة المصرف من الربح[٣].

---

(١) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (١٣٩-١٤٢).
(٢) خان و حبيب، إدارة المخاطر، ص (٧٠-٧١).
(٣) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (١٤٣-١٤٦).

التحوط في عقود المشاركة: ويكون ذلك من خلال المشاركة المتناقصة، والتي تعتمد على المشاركة بين طرفين ويقوم أحد الأطراف بالتنازل عن حصته تدريجيا مقابل دفع ثمن تلك الحصص من الأرباح أو جزء منها، وقد يرافق ذلك طلب ضمانات كافية من رهونات وكفالات.

عقود البيع الآجلة: وهذه تعتبر أكثر صيغ الاستثمار انتشارا في الصيرفة الإسلامية، وترافق البيوع الآجلة مخاطر السيولة والعائد وتغيرات أسعار العملات، وقد سبق الإشارة إلى كيفية تجنب مخاطر العائد لطرفي العقد من خلال زياد قيمة الأقساط أو خفضها وحسم أو زيادة مبلغ مقابل على الدين الإجمالي، كما يمكن خفضها من خلال البيع الآجل بالمشاركة.وتخفض مخاطر العائد و السيولة من خلال تحديد ثمن الأجل بسلة من الأصول المالية المقبولة شرعا، ويمكن استخدام أسلوب المرابحة للآمر بالشراء[١]. وقد يواجه الدائن مخاطر عدم التسديد أو التأخر بالتسديد دون القدرة على فرض مبالغ إضافية نظير التأخير، فيدخل الدائن (البائع) في عقد شراكة مع المدين مع (المشتري) مع الاتفاق على تحديد نسبة جديد للربح، بحيث تزيد هذه النسبة لصالح الدائن توازيا مع المدة المتفق عليها في العقد الجديد.

عقود السلم: هي عقود يعجّل فيها الثمن ويؤجل المثمن، وبذلك تواجه هذه العقود مخاطر رأس المال بسبب اختلاف سعر السلعة عند الاستلام مما يسبب ضرر لأحد الطرفين، ويرى البعض أن هذه المخاطر يمكن تجنبها عن طريق السلم بالسعر، أي تحديد قيمة الصفقة ككل دون تحديد كمية أو وزن السلعة المشتراة، وهذا محل خلاف شرعي من حيث القبول أو الرفض[٢].

---

(١) خان و حبيب، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص (٦٤).
(٢) القري، المخاطر الائتمانية في التمويل المصرفي الإسلامي، ص (١١).

استخدام البيع الحال: وهو شراء جميع السلع التي المتوقع احتياجها مستقبلا، ودفع ثمنها فورا واستلامها وتخزينها، وهذه الطريق قد تواجهها صعوبة عدم توفر تلك السلع في السوق وخاصة المنتجات الموسمية، وقد لا تتوفر السيولة لشراء تلك السلع في الوقت المناسب، وقد تكون تكاليف هذه العملية صعبة بسبب تكلفة الفرصة البديلة والحاجة للتخزين[١]، ويضاف لذلك مخاطر التلف وتغيرات الأسعار.

استخدام أسلوب البيع مع استثناء المنفعة: وهي طريقة بسيطة لحماية الأعيان من مخاطر التلف أو انخفاض القيمة، عن طريق بيع العين بثمن مؤجل مع الاحتفاظ بمنفعة العين طول مدة العقد، أي أن المستثمر يبقى مستفيدا من منافع العين مع تحييد المخاطر التي قد تتعرض لها العين[٢].

ويلاحظ من أساليب التحوط السابقة خصوبة المعاملات المالية الإسلامية، بحيث يمكن هندستها بالشكل الذي يحيد مخاطر الاستثمار أو جزء منها بكفاءة معقولة، مع الحفاظ على قبولها شرعيا.

(١) الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر، مرجع سابق، ،ص (٥٥-٩٢).
(٢) القري، المخاطر الائتمانية في التمويل المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص (١١).

الفصل التاسع

تماشي عمليات التحوط مع اعتبارات الكفاءة الاقتصادية

تحتاج المؤسسات المالية دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلي توفير المرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية . وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أن الاعتماد على منتج وحيد (مثل الفرق بين الفائدة والدائنة) ، يعتبر غير كافي للتأقلم مع تطلعات العملاء المتنامية، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة حبيسة أدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لملائمة المستجدات.

ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تتماشى مع اعتبارات الكفاءة الاقتصادية ،وقد تبدو الهندسة المالية ضرورية مع التغيرات الجذرية الهائلة ، التي تتمثل في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلي النمط الاقتصادي الحر ، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات.

أن هذا الوضع الحديث يفرض ضغوطا تنافسية حادة غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية وبالذات في أسواق التمويل و الخدمات المصرفية و المالية ، ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات هندسة مالية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرا من المرونة ونصيبا سوقيا وافرا يساعدها في الاستمرار بفعالية.

ومن هذا المنطلق يهتم هذا المقال بنشأة و تعريف الهندسة المالية ، كما يتطرق إلى المشتقات المالية كأداة لتطبيقها ثم يستعرض أهم الأدوات والخصائص المتمثلة في المشتقات المالية ، وأهم العمليات التي تتم عبر

المشتقات ومن ناحية أخرى يقدم المقال المساوئ من استعمال المشتقات المالية ومدى تأثيرها على التداول المالي في كل مجالاته .

نشأة و تعريف الهندسة المالية:

ظهرت الهندسة المالية (Financial Engineering) في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفترضها السوق و بيئة المنشآت. ففي لندن، ابتكرت الهندسة المالية عندما أسست البنوك البريطانية إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها، وإيجاد حلول لتلك المشكلات في المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال.(Financial Market Products)

كانت تلك بداية ظهور هذا الفرع المالي الذي يعتني بهندسة الأسواق والتداولات المالية.

يقصد بالهندسة المالية : "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل .[١]".وعرف) (Chaneصاحب موسوعة المشتقات الهندسية المالية بأنها عملية خلق منتجات مالية محددة. وتعرف كذلك بأنها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية ، سلع ...الخ)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية. **وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن العنصرين التالين :**

التصميم والتطوير لأدوات وآليات مبتكرة.

صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل ويشير التعريف الذي قدمه الباحثان (جون و كارا مارشال)، في مقالهما،(٢٠٠٢ PDF)[٢] ، "استعمال المشتقات في الهندسة المالية"، إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان.

ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارة الالكترونية.

ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تتلاءم مع الظروف المحيطة بالمشروع. على أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية متوافقة مع آليات تطبيق الهندسة المالية.

قد أصبح مصطلح "الهندسة المالية" شائعا، على مدى السنوات الخمس عشرة الماضية وعلى نطاق واسع، حيث يعتبر وسيلة للتفكير ومعالجة القضايا المالية في جميع مجالات التمويل، بما في ذلك تمويل الشركات، وإدارة الأصول، وتمويل الاستثمارات، والمؤسسات المالية. اعتمادا على المكانة الخاصة للهندسة المالية في هذا المجال، فإنها تعني مفاهيم مختلفة باختلاف مجال العمليات الهندسية المالية. لكن في المالية العامة، يمكن وصف هذا النوع من الهندسة ببساطة بأداة "التطوير والتطبيق الخلاق للتكنولوجيا المالية في حل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية [٣]."

والهندسة المالية بهذا المفهوم تدفع المؤسسات المالية (كالبنوك ، وشركات التأمين ، وصناديق الاستثمار، وشركات إدارة مخاطر الائتمان، وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها) إلى رسم سياسات مالية قوية

وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة، واستراتيجيات مالية مرنة، تتفاعل وتستفيد من المتغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية من حيث أسعار الفائدة على السندات، وأسعار الصرف، و ربحية الأسهم، وحركة اتجاهات الأسعار ومعدل الدوران في سوقي الأسهم والسندات.

ويقتضي ذلك أن تقوم المنشأة المالية بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في مجال المنتجات والأدوات المالية. وفي عام ١٩٩٢ أنشئ الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين The International Association of Financial Engineering (IAFE) لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو ٢٠٠٠ عضوا من شتى أنحاء العالم. وتؤكد الدراسات السابقة أن الهندسة المالية يجب أن تصبح يوما جزأ مهما ورئيسيا في قاعدة المعلومات لممارسي وظائف الإدارة والاستثمار[٤].

تعريف المشتقات المالية تقسم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى مجموعتين أساسيتين: أدوات مالية أساسية Fundamental وأدوات مالية مشتقة Derivatives[٥]. وتتألف الأولى من الأسهم والسندات بشكلٍ أساسي، ويتطلب تداولها تسليم الأوراق التي تتضمنها الصفقة و تسديد قيمتها خلال فترة قصيرة.

أما المجموعة الثانية (المشتقات) فهي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية[٦] . وبما أن المجموعة الثانية تشكل محور موضوعنا، لذا يلزم تعريف المشتقات المالية.

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول.فهي تمثل عقدا بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري.

يمكن تعريف المشتقات المالية بأنها عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية،عملات أجنبية،سلع،...) لتنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.[7]وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص فيما يلي: هي عبارة عن عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد الذي اشتقت منه. لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد. يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل. يقدم الباحث (أتيلا يانبار) المشتقات بأنها عقود تهدف إلى تبادل المخاطر المالية. وتعتبر أهم أدوات المجازفة في الأسواق المالية، فهي أدوات مالية تتوقف قيمتها على قيمة أصل أخر، أو بعبارة أدق، هي أدوات يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل أخر[٨].

قد تهدف المشتقات المالية عموما إلى المساعدة على نقل المخاطر المالية بين الأطراف المتعاقدة عبر الأسواق المالية المنظمة أو الموازية. وتتوقف قيمة الأداة المشتقة على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق ولأغراض المضاربة البحتة أيضاً .أدوات وخصائص المشتقات المالية تصنف المشتقات المالية إلى صنفين رئيسين: المشتقات المقتناة لأغراض المتاجرة، والمشتقات المقتناة لأغراض تغطية المخاطر، فكلا الصنفين يمارس أدواه في تطبيقاته. إن أدوات المشتقات المالية، أو بالأحرى الأدوات المالية

المشتقة، عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها . وتتسع هذه الأدوات المالية لتشمل أنماطا عديدة، من أهمها وأشهر صورها الحديثة : العقود المستقبلية (العقود الآجلة)، وعقود الاختيار وعقود المبادلة.العقود المستقبلية:

تتشكل في عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل، ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد. وقد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات، وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية.

إن هذا النوع من العقود يتميز بشكلين: العقود الآجلة : تتضمن اتفاقيات تعاقدية لشراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة بسعر وتاريخ محددين في المستقبل. فهي عقود يتم تصميمها خصيصاً لتلبية احتياجات محددة والتعامل بها خارج الأسواق المالية النظامية.

اتفاقيات الأسعار الآجلة : تتشكل من عقود مستقبلية خاصة بأسعار العمولات يتم تداولها خارج الأسواق المالية النظامية. وتنص على أن يسدد نقداً الفرق بين سعر العمولة المتعاقد عليه وسعر السوق في تاريخ مستقبلي محدد، وذلك عن أصل المبلغ وخلال الفترة الزمنية المتفق عليها .عقود الاختيار تعتبر عقود الاختيار عبارة عن اتفاقيات تعاقدية، يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق، وليس الالتزام، للمشتري (المكتتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في تاريخ معين. و هذا النمط من العقود يحتوي على خيارات حقوق الشراء و خيارات حقوق البيع. عقود المبادلات تتمثل عقود المبادلات في التزامات بين طرفين لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى. وبالنسبة

لمقايضات أسعار العمولات، عادة ما تقوم الأطراف بتبادل دفع العمولات بسعر ثابت وبسعر عائم وبعملة واحدة، دون تبادل أصل المبلغ أما مقايضات العملات، فيتم بموجبها تبادل العمولات بسعر ثابت مع أصل المبلغ وذلك بعملات مختلفة .خصائص المشتقات المالية يمكن أن نجمل خصائص المشتقات المالية، كأدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر في العمليات المالية، بهدف الاستفادة من المزايا التي تبيحها تلك الأدوات السابقة، في التطبيقات التي تمارس من خلالها. فهناك العديد من تطبيقات المشتقات المالية في تمويل الشركات. و معظم هذه التطبيقات تنظم في الواقع من قبل المهندسين الماليين العاملين في البنوك الذين يلعبون الأدوار لإيجاد الحلول لإدارات الشركات والمجالس الإدارية. ومن الأمثلة على هذه التطبيقات، تلك التي تشمل استخدام مقايضات العملة للحصول على تمويل بعملات أخرى من عملة المؤسسة المحلية، وربما لتمويل العمليات الخارجية، أو في التمويل بعملات غير العملة المحلية ومن ثم مبادلة في العملة المحلية بسبب تكاليف التمويل. وتشمل التطبيقات الأخرى كذلك عمليات (التحوط) تجنب المخاطر. أن الشركات تتعرض للمخاطر بسبب أسعار الفائدة ومخاطر الائتمان، ومخاطر أسعار السلع الأساسية، وهكذا. و في حالات أخرى، تتم التطبيقات عن طريق تغيير الأسلوب المالي الذي يتم من خلاله تحقيق هدف الشركات، و المنتجات المستخدمة لتحقيق ذلك، يمكن أن يكون هناك محاسبة ملائمة و / أو الضرائب المترتبة. ليست العديد من أشكال تطبيقات المشتقات المالية هندسة فقط، بل تشمل كذلك التصاميم وتحاليل المنتجات المالية الجديدة، بما في ذلك جديد أنواع المشتقات، وهي شكل من أشكال الهندسة المالية في مجال إدارة الأصول المالية الهندسية.

على سبيل المثال، هناك مستثمرون يرغبون في شراء المحافظ المالية على المدى القصير، ولكنهم يفضلون الأسعار العائمة بدلا من أسعار الصرف الثابتة، أو يريدون أدارة محافظ مرتبطة بأداء بعض فئات الأصول الأخرى مثل الأسهم (أي المذكرات المرتبطة بالأسهم)، أو الذهب أو النفط (أي سلعة مرتبطة)، أو إلى الائتمان المحددة الذي يختلف عن الائتمان المصدر. هذا لتعديل هيكلة المنتجات التي تؤتي ثمارها استنادا إلى عدة أصول أو فئات من الأصول تؤدي أداء أفضل على مدى فترة من الزمن. كما تشتمل هذه التطبيقات على إجراء بسيط نسبيا، يتمثل في إدارة الأصول باستخدام أصول التبادل من قبل مديري الصناديق لتحويل محافظ الأسهم إلى محافظ اصطناعية بالدخل الثابت، والعكس بالعكس،استنادا إلى تغيير مؤقت في خطة توزيع الأصول الإستراتيجية .

عمليات وخدمات المشتقات المالية تتيح المشتقات المالية للمؤسسات العاملة في المجال المالي إمكانية الحصول على مجموعة متنوعة من الأدوات المالية لتجنب المخاطر التي يمكن أن تنتج عن العمليات المالية مثل: مقايضات أسعار الفائدة والعملات، والعقود الآجلة، والعمليات الآجلة، وحقوق (خيارات) البيع والشراء الخاصة بأسعار الفائدة، والعملات والسلع، وغيرها من المشتقات. كون المشتقات أو أدوات إدارة المخاطر، عبارة عن أدوات مشتقة من رقم قياسي (مؤشر) أساسي، كسعر عملة أو فائدة أو سلعة. وقد نما بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة خلال السنوات العشر الماضية. فمنذ بدء مقايضات أسعار الفائدة والعملات في أوائل الثمانينيات، نمت سوق هذه الأدوات نموا هائلا. ويبلغ حجمها الإجمالي القائم (غير المسدد) أكثر من ٩٠ ترليون دولار أمريكي (منذ ٣٠ يونيو ٢٠٠٠ ١٠)

ولكن الشركات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه التطورات .إن اعتبارات المخاطر القطرية والمتطلبات الائتمانية الصارمة في أسواق المشتقات المالية قد تمنع حتى أقوى الشركات تمتعا بالأهلية الائتمانية في البلدان النامية من الوصول إلى أسواق أدوات إدارة المخاطر المالية.

والأدوات المشتقة المتاحة عادة للبلدان النامية هي تلك التي تتضمن أدنى تعرض للمخاطر الائتمانية، مثل مقايضات أسعار الفائدة القصيرة الأجل والأغطية (الحدود العليا) على أسعار الفائدة. ومع أن هذه الأدوات لإدارة المخاطر قد تكون مفيدة، إلا أنها قد لا توفر استراتيجيات التحوط فعالة بالنسبة لكثير من المتعاملين. وفي بعض الحالات، قد يكون بالإمكان الحصول على أدوات أطول أجلا لإدارة المخاطر، ولكنها تتطلب أن تقدم الشركة المعنية ضمانا بطرق قد تكون باهظة التكلفة .

إن إنشاء مؤسسة التمويل الدولية، جاء ليساعد في توفير أدوات إدارة المخاطر تتلاءم مع الاحتياجات المحددة للمتعاملين معها في البلدان النامية. وتبدأ العملية بتحديد وقياس المخاطر التي تنشأ عن تعرض الشركة المعنية لتغيرات الأسعار المالية أو أسعار السلع.

ثم تقدم مؤسسة التمويل الدولية المشورة إلى الشركة بشأن اختيار أدوات واستراتيجيات تحوط بديلة استنادا إلى المستوى المفضل لتغطية المخاطر والتكاليف المرتبطة بذلك.

وفي مرحلة التنفيذ النهائية لهذه العملية، تتوسط مؤسسة التمويل الدولية بين المشاركين الرئيسيين في الأسواق وبين الشركة المتعاملة معها، مما يتيح تنفيذ استراتيجيات تجنب المخاطر مدروسة و مختارة بعناية وبتكلفة مقبولة، تتماشى و إمكانيات المؤسسة المالية.ضوابط المشتقات

المالية تؤكد الدراسات أن ضرر المشتقات أو إفادتها يعود إلى كيفية استخدامها كوسيلة لتخفيف المخاطر أو الأداة للمضاربة.

ونظرا للمخاطر العالية التي ينطوي عليها التعامل في مجال المشتقات، تكون هناك ضرورة لوضع بعض الضوابط التي تقي الأسواق المالية من مخاطر المشتقات. في مقدمتها الرقابة وتتمثل في وضع السلطات الرقابية المعنية للمراقبة عند استخدام المشتقات، ووضع حد أقصي لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات، ووضع حد أقصي لحجم الائتمان الذي تقدمه المؤسسات المالية لشركاتها. كما تتضمن الضوابط المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمشتقات. كثير من المشتقات المالية التي يجرى التعامل عليها في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية من قبيل الرهان ومن جنس القمار الذي تحرمه كافة الأديان.

أن الأسواق المالية قد تحولت إلى نادي عملاق للقمار تستخلص من خلاله الثروة من بين أيدي الآخرين، وأصبح يروج لهذه المعاملات بأنه علم إدارة المخاطر، ابتكرت أدواته التي قام بتصميمها المهندسون الماليون.

أثر المحترفون المضاربة في المشتقات المالية عن المضاربة في الأدوات التقليدية بحثا عن مكاسب فورية. وبذلك نما القطاع الغير منتج.

أعلن سوروس في لجنة البنوك الأمريكية عام ١٩٩٤م صراحة " إن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها خصيصا لتمكين المؤسسات الاستثمارية من المقامرة، ولم يكن بوسع هذه المؤسسات ممارستها قبل السماح لها بذلك."

ووصف (Alferd Steinherr) المشتقات بأنها وحش المالية المفترس.

وضوح موقف الفقه الإسلامي من هذه العقود الآجلة وعدم مشروعيتها لمخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية.

كيف ندير المشتقات المالية:

فيما يخص المشتقات المالية يقع على عاتق المدير المالي في أي منشأة بشكل عام وفي المنشات المالية بشكل خاص نوعين من المسؤوليات :مسؤوليات تجاه المنظمة التي يعمل بها ومسؤوليات تجاه السوق المالية بشكل عام. كما أن عليه أن يعي حقيقة أساسية هي إن المشتقات المالية سلاح ذو حدين فكما أنها تعتبر وسيلة للتحوط ألا أنها تعتبر أيضا وسيلة للمخاطرة في نفس الوقت. ومن أهم السياسات والإجراءات التي تمكن المدير المالي من التعامل مع هذه الأدوات.

متطلبات التعامل بالمشتقات:

وجود تنظيم داخلي بالبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر

وضع الضوابط الرقابية الملائمة مثل وضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المتشققات.

التزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها ف المشتقات.

قيام البنوك بتكوين الاحتياطيات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات.

توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد.

رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها.

توفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات للبنوك والمؤسسات الرقابية.

وبصفة عامة يمكن توظيف الأدوات المالية بشكل مبدئي بالسوق من خلال استخدام المشتقات البسيطة إلى أن يصل السوق إلى المستوى الراشد لاستخدام الأدوات الأكثر تعقيدا.

مخاطر التعامل في المشتقات المالية:

رغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع إلا انه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها.

ويمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات

المخاطر التقليدية:

وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود **والأدوات المالية الأخرى ونجد منها:**

مخاطر السوق:

تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات الغير متوقعة في أسعار عقود المشتقات والتي ترجع في معظم الأحيان إلي تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلي

تدهور بعض الأصول وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال استمرار هذا التدهور ومن هنا ينبغي تشخيص عناصر هذه المخاطر ومعرفة كيفية تفاعلها مع بعضها البعض حتى يمكن تقديرها وتحديد الأدوات التي يمكن استخدامها كوقاء منها.

المخاطر الائتمانية:

تنشئ هذه المخاطر عن عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته التعاقدية المحددة في العقد المشتق وجدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يعد أكثر انتشارا في الأسواق الغير منظمة. ويمكن مواجهة المخاطر الائتمانية لهذه المشتقات من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطر.

المخاطر التشغيلية أو التنظيمية:

المخاطر التنظيمية هي تلك المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشئة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشئة نفسها وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسئولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسئولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسئولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة.

المخاطر القانونية:

وتنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس وكذلك تؤدي التغيرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر.

المخاطر الخاصة:

وهي المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية أخرى إلا أنها أكثر تأثيرا على الأدوات المالية المشتقة ونجد من ضمنها.

مخاطر الارتباط:

وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة وتنتج من تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.

مخاطر نسبة الحماية:

وتعني نسبة الحماية قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها ويتم حساب هذه النسبة عن طريق معرفة التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق.

مخاطر السيولة:

وترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى دلك وخاصة العقود التي لا يتم تداولها بصفة واسعة، وغالبا ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروط وضمانات كبيرة في هذه الحالة.

مخاطر التسعير:

حيث يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة، ونماذج رياضية متقدمة وخاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفيء لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.

مخاطر الرفع المالي:

حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.

الجدل حول المشتقات المالية.

منذ أن ظهرت المشتقات المالية وحتى الآن وهي تثير الجدل حول مشروعيتها وفائدتها للاقتصاد وسنعرض فيما يلي أراء المؤيدين والمعارضين للتعامل بالمشتقات المالية.

آراء المؤيدين:

تعتبر المشتقات المالية أداة هامة من أدوات المخاطر (التحوط) حيث تستخدم لنقل المخاطر من الشركات والمؤسسات الإنتاجية والتي لا ترغب بتحمل المخاطر إلى الوحدات القادرة على تحمل المخاطر والتي ترغب بذلك كالمؤسسات المالية وبيوت السمسرة دون أن يترافق ذلك بنقل ملكية الأصل، وبذلك تكون المشتقات قد ساهمت في رفع إنتاجية هذه الوحدات التي لا ترغب بتحمل المخاطر.

كما أن المشتقات المالية تشجع الكثير من المستثمرين على التعامل بها، فهي توفر لهم فرصا كبيرة لجني الأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي والذي يتحقق باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش.

كما يفيد أسلوب التغطية بواسطة المشتقات الحد منن مخاطر الإفلاس. فمثلا لو كان مصرف تجاري يقدم قروضا متوسطة أو طويلة الأجل بأسعار فائدة، في الوقت الذي تتغير فيه أسعار الفائدة على الودائع، يمكنه

أن يتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع إلي مستوى قد يفوق سعر الفائدة على القروض. ويتم ذلك من خلال اللجوء إلي المقايضات لأسعار الفائدة الثابتة بسعر فائدة متغير.

وأخير يمكن استخدام المشتقات المالية في أمور أخرى منها:

أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة: تقوم المشتقات المالية بتزويد المتعاملين بها بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

تخطيط التدفقات النقدية عند العمل في ظروف التأكد التام.

تأمين أفضل الفرص المضاربة.

تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.

السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

استخدام المشتقات بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة.

تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كنعصر جدب لرؤوس الأموال الأجنبية.

آراء معارضين:

يرى المعارضون للمشتقات المالية أنها مرفوضة سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية فبحسب القانون فإن العقود الآجلة والتي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام. ومن الناحية الاقتصادية فإن هذا التعامل

لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد أي قيمة مضافة بل مجرد مبادرة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوء أثرا من القمار، لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقبلاتها الكثير من الناس.

وبالرغم من الادعاء أن المشتقات هي أداة للتحوط لمن المعارضين يقولون أن المشتقات هي نفسها أدوات للمجازفة والرهان على تقلبات الأسعار. وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من ٩٧% من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من ٣%. فالمشتقات أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط.

كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع. وهذا هو ما يجعل المشتقات هي أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة.

ولا خلاف بين المؤيدين والمعارضين على أن المشتقات هي مبادلات صفرية، لكن المؤيدين يقولون أنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد ولكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد عموما ومن ثم ينتفع جميع الأطراف. وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنبا إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج. لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي. والسبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقديا بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر. وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا هو الحاصل بالضبط. ويترتب على ذلك تدفق رؤوس

الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسئولة وضياع الثروة تبعا لذلك.

المشتقات المالية من منظور إسلامي بعد عرض مفهوم الهندسة المالية ومعرفة مدى ارتباطها بالمشتقات المالية واستعراض نتائج وحقائق من الدراسات السابقة في موضوع الهندسة المالية، يرى الباحث، من خلال هذه الدراسة الاستعراضية النظرية، أن يقدم المنظور الإسلامي للهندسة المالية، و مدى توافق التطبيقات الهندسية المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية.

يمكن النظر إلى عملية الهندسة المالية في التمويل الإسلامي كعملية متشابكة التفسيرات و التأويلات في صلاحياتها و محرماتها.

لكن يمكن للهندسة المالية التقليدية أن تتكيف مع الأدوات المالية الحالية أو مع أدوات التصاميم مالية جديدة في .الأسواق. فعندما يتعلق الأمر بالتمويل الإسلامي، يمكن للهندسة المالية أن تحرز مكاسب ميزة خاصة التي يمكن وصفها بشكل واضح أنها تصاميم وابتكارات لا تنتهك أي من الشروط التي يحددها القانون الإسلامي أو الشريعة.

على الرغم من أهم يتهافي تنمية القطاع المالي،لا تزال المشتقات المالية غير مقبولة عموما وغير مشروعة في التمويل الإسلامي. كثير من الأخصائيين يرون أن هناك هوة كبيرة بين المشتقات التقليدية وطريقة التداولات المالية الإسلامية.

كما أن كلا من هذين الطرفين لديه أساليب مختلفة في قضايا هامة مثل الفائدة والأرباح المالية المتداولة.

بينما أثارت الأحداث الأخيرة في الاقتصاد العالمي النقاش العالم يحول المشتقات والأضرار التي تسببها، حفظت قواعد الشريعة الصارمة المؤسسات المالية الإسلامية من أسوأ ما في الأزمة.من ناحية أخرى، ونظرا لعدم وجود أدوات كافية للحماية ضد التقلبات في أسعار العملات، وأسعار الفائدة والسلع الأساسية، أثارت قدرة المؤسسات المالية الإسلامية من أجل البقاء الشكوك تحت تهديد الاضطرابات المالية في المستقبل.لذا تكافح البنوك الإسلامية من أجل تطوير أدوات تحوط في ما يتعلق في استخدام الهندسة المالية بسبب الخلافات الدينية١١. إن المقصود من الهندسة المالية في المنظور الإسلامي هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية.

وهذا هو ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار، وهو مما يميز الهندسة المالية من محاولات الالتفاف على الأنظمة والقوانين والاحتيال على الأحكام الشرعية. فالحيل الشرعية لا تدخل تحت مفهوم الهندسة المالية المنشودة في الصناعية المالية الإسلامية. وقد حدد السويلم١٢ مبادئ الهندسة المالية الإسلامية في أربعة مبادئ ؛ اثنان يتعلقان في المبادئ :التوازن، والتكامل، واثنان يختصان بالمنهج : الحل، والمناسبة. إن مفهوم الشريعة من الهندسة المالية يمكن أن يكون غامض بالنسبة للكثيرين من غير المسلمين، نظرا لمدى للازدواجية الفريدة في التشريع. فالشريعة ليس فقط ما يحكم العلاقة بين الإنسان والله،ولكن أيضا ما ينظم العلاقات بين البشر. يجب أن يكون المسلم المتدين دائما على يقين من أن الإجراءات الصادرة منه في عمل هي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

إن قلة الدراسات والبحوث في هذا المجال الحيوي من المواطن، تمثل عائقا أمام إيجاد تبريرات أو أحكام قادرة على أن توضح موقف الشريعة الإسلامية في استخدام المشتقات المالية مثلا في المعاملات المالية. ونتيجة لذلك،إن دور علماء الشريعة والمجالس الفقهاء يبقى معدما في توضيح كل ملابسات استخدام الهندسة المالية.

على الرغم من أن المبدأ الرئيسي للتمويل الإسلامي هو تقاسم المخاطر، فهنا كمحظورات في نظر الشريعة مرتبطة بالمجال المالي. تعتبر هذه المحظورات هي الركائز الأساسية لتشريع التمويل الإسلامي، **ويمكن تفسيرها بإيجاز على النحو التالي:**

حظر الربا: الإسلام يحرم جميع أشكال وأنماط الربا التي فسرت في الشريعة على أنها معادلة لفائدة مدفوعة على القرض.

حظر الربا: الإسلام يحرم جميع أشكال و أنماط الربا التي فسرت في الشريعة على أنها معادلة لفائدة مدفوعة على القرض .

حظر الغرر: يعرف بأنه بيع عنصر محتمل وجوده أو خصائص ليست موجودة.

إن الغرر من أصعب شروط الفقهي الإسلامي المستعصية على الفهم. يشير الغرر في جوهره إلى التطبيقات المالية المشبوهة والظروف المحيطة بها، أو كل أنواع الغش وخيانة الأمانة. ٠

حظر الميسر: الإسلام يحرم جميع أنواع القمار وألعاب الحظ. في الجانب المالي، تنطبق الحال على احتمالات المقامرة بالسندات أو الأرصدة في عمليات مالية.

حظر بعض التمويلات الاقتصادية: يشار بهذا التحريم إلى تمويل الصناعات التي تعتبر غير قانونية من قبل الشريعة-مثل إنتاج لحم الخنزير وإقامة أماكن الترفيه والقمار .

بعض المعطيات عن المشتقات المالية :

المشتقات المالية ليست أساليب جديدة وتكنولوجيا فائقة.

المشتقات المالية ليست مجرد تخمينات أو الاستدانة. ·

المشتقات المالية ليست جزءاً كبيرا من التموين. ·

المشتقات المالية هي ذات قيمة للشركات من جميع الأحجام. ·

المشتقات المالية هي أدوات لتحقيق أهداف الإدارة. ·

يمكن للمشتقات المالية أن تشكل الحد من عدم اليقين وتعزيز الاستثمار.

يمكن للمشتقات المالية في كلا الحالتين أن تقلل المخاطر أو أن تعززها. ·

المشتقات المالية لا تغير طبيعة المخاطر.

تعتبر المشتقات المالية تقليل، وليست زيادة في المخاطر النظامية. المشتقات المالية لا تدعو إلي مزيد من التنظيمات المالية. الاستفادة من المشتقات المالية قد تتضمن بعض عمليات المشتقات المالية ميزات الاستفادة. هذه الميزات تعمل على مضاعفة التأثير القياسي المتفق عليه في الصك المشتق. يمكن أن يضمن صك الاستدانة الحركة السلبية لزيادة كبيرة في إجمالي التزام سداد الصك من طرف ما.

يذكر أن كل صك مشتق هو عموما نتاج مفاوضات بين الطرفين حول خطر تحول الأغراض المكونة للاستفادة، إن وجدت، قد تكون فريدة من نوعها لهذا الصك. على سبيل المثال: نفترض أن طرفا في صك مشتق يتأثر سلباً إذا كان معدل الفائدة الرئيسي يرتفع قبل الفترة الغير ملزمة لأداء الصك.

إن مشتق الاستدانة قد يدعو الطرف أن يكون مسئولا عن عشر أضعاف المبلغ الذي يمثله بارتفاع التدخل في سعر الفائدة الرئيسي.

وبسبب ميزة الاستفادة هذه، إن ارتفاعا طفيفا في سعر الفائدة الرئيسي بشكل كبير من شأنه أن يؤثر على التزام الطرف. لذا يصبح الارتفاع الكبير في نسبة الفائدة الرئيسية الاستفادة من ميزة، كان يمكن أن تكون كارثية .الجانب المظلم للمشتقات المالية ومما وثقه د.منير هندي ٨ في هذا الموضوع لما أشار له (ستيفن ليبن) ١٩٩٣م في وصفه للمشتقات في السوق الأمريكي قوله "لم أرى موضوع المعرفة فيه محدودا قدر موضوع المشتقات". ويؤكد ذلك على الحاجة إلى مزيد من المعرفة عن تلك الأدوات التي اقتحمت أسواق المال وعن استخداماتها.

سوف نستعرض ستة أمثلة لتوضيح بعض المخاطر، **وهي مخاطر أخلاقية خاصة، في استخدام المشتقات المالية:**

مؤسسة تمويل الأسهم الأمريكية ١٩٧٣ Equity funding corporation of America

بنك التعرية (Baring Bank١٩٩٤)

مقاطعة أورانج، كاليفورنيا (١٩٩٤Orange Country)

إدارة رأس المال الطويل الأجل (١٩٩٨Long Term Capital Management)

انرون (٢٠٠١Enron)

المعبر العالمي (٢٠٠٢Global Crossing)

تمثل كل مؤسسة من هذه المؤسسات المالية حالات التأثر بالمخاطر في محاولات استخدام المشتقات المالية لإنتاج عوائد مبالغ فيها. وقد تبث في حالتين أن الأمر يتعلق بعمليات الاحتيال. بينما على ما يبدو، تبدو حالتين غير مأكد فيها الاحتيال. بينما لا يزال ينظر في حالتين اثنين. كان هذه الحالات الست كارثة مالية كبيرة، مما أثر ليس فقط على المؤسسات المالية المعنية مباشرة، بل على العالم بأسره.

جدول الجوانب السيئة المستعملة من طرف الشركات الست المذكورة سابقا:

[TABLE="class: MsoTableGrid, width: ٤٥٥"]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"]أ[/TD]

[TD="width: ٣٦"]ب[/TD]

[TD="width: ٣٦"]ت[/TD]

[TD="width: ٣٦"]د[/TD]

[/TD]ج[TD="width: ٣٦"]

[/TD]ح[TD="width: ٣١"]

[/TR]

[TR]

[/TD]١-تحرير[TD="width: ٣٩٦"]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"][/TD]

[/TR]

[TR]

[/TD]٢-الرغبة في ارتفاع السهم[TD="width: ٣٩٦"]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[/TD]؟[TD="width: ٣٦"]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"]استخدام خيارات الأسهم كحوافز-٣[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"]استخدام الاقتراض المخفي-٤[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"]؟[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"]استخدام المشتقات المالية في المراهنات المحفوفة بالمخاطر-٥[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"]استشارة من قبل المراجع على استخدام المشتقات-٦[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"]؟[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"]استخدام المحاسبة الخادعة لإخفاء المخاطر-٧ [/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"]؟[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[TR]

["TD="width: ٣٩٦]الخداع مسكون عنه في المراجعة-٨[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

["TD="width: ٣٦]؟[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[TR]

["TD="width:٣٩٦]استخدام إدخالات احتيالية لدعم الخداع-٩ [/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

["TD="width: ٣٦]؟[/TD]

["TD="width: ٣٦]؟[/TD]

[/TD]؟[TD="width: ٣١"]

[/TR]

[TR]

[/TD]١٠- استخدامات مخفية من الشركاء[TD="width: ٣٩٦"]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[/TD]؟[TD="width: ٣٦"]

[/TD]؟[TD="width: ٣١"]

[/TR]

[TR]

١١ـ الانتقال من الغش الفردي لاحتيال الشركات[TD="width: ٣٩٦"]
[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"]؟[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"]تواطؤ من المراجعة في الاحتيال-١٢[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"]؟[/TD]

[TD="width: ٣١"]؟[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"] استخدام مخطط (بونزي) لمواصلة الاحتيال-١٣ [/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"]؟[/TD]

[TD="width: ٣١"]؟[/TD]

[/TR]

[TR]

[TD="width: ٣٩٦"]التربح قبل الانهيار-١٤[/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"][/TD]

[TD="width: ٣٦"] X[/TD]

[TD="width: ٣١"] X[/TD]

[/TR]

[/TABLE]

(أ) تمويل الأسهم،   (ب) بنك بارينغ،

(ت) مقاطعة أورانج،   (د) إدارة رأس المال الطويل الأجل،

(ج) شركة إنرون،   (ح) عبور العالمية.

الخاتمة:

بالرغم من الأهمية البالغة للمشتقات المالية في تغطية المخاطر إلا أنه في حكم طبيعتها المرتبطة بالتوقعات فهي تتضمن كذلك احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة مما يتسبب في خلق أزمة.

النماذج السابقة:

إنما السمة الأساسية التي تجمع بين الأمثلة السابقة للشركات والبنوك التي تعرضت إلى خسائر مالية جسيمة من جراء التعامل غير المنوط بالحذر في أسواق المشتقات، هي فشل تلك المؤسسات في تفهم هذه الأدوات الجديدة، وعدم تبني إستراتيجية مناسبة لإدارة مخاطرها.

الفصل العاشر

الاحتياطات المالية ضد الخسارة المالية في أسهم البورصات

تعد المشتقات المالية أكثر الموضوعات جدلاً وتنوعاً، بما لا يمكن إحصاء أثارها سلباً وإيجاباً في النشاط الاقتصادي وعلى المستوى الكلي، تلك الأدوات التي نضحت عن الفكر المالي واقتحمت البورصات ، ولم يعد باحث مهما علا مقامه أن يلم بها جميعا، وإن أتفق على جمعها في العقود الآجلة، وعقود الخيارات، والعقود المستقبلية وعقود المبادلات في اطار الهندسة المالية، وقد جاء ابتكارها على أثر انهيار اتفاقية " **بريتون وودز** " وما نجم عنها من تقلبات في أسعار الصرف والمعدلات العالية في مستوى التضخم في بداية عقد الثمانينات وما صاحبها من ظروف ارتفاع معدل أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

والانهيارات المتتالية في أسواق الأوراق المالية العالمية في ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم الأمر الذي دفع هذه المؤسسات عبر دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

مشكلة البحث:

الأزمات المالية من نتائج استخدام واتساع تطبيقات المشتقات المالية في الأسواق المالية .

هدف البحث:

المشتقات المالية من الأدوات المالية في إدارة المخاطر والتحوط للمستثمرين وأحد مصادر السيولة لتمويل الائتمان.

فرضية البحث:

تطبيق المعايير المصرفية ومقررات لجنة بازل في تنظيم سيولة المشتقات المالية ،يُسهل عملية تمويل الائتمان في تحقيق النمو على مستوى الاقتصاد الكلي.

منهجية البحث:

اتبع البحث المنهج الاستقرائي القائم على التحليل الكمي والنوعي للمعلومات والبيانات الخاصة بالدراسة.

هيكلية البحث:

قسم البحث إلى أربعة مطالب:

مفهوم المشتقات المالية في إطار أدوات النظام المالي.

أهمية المشتقات المالية في تمويل الائتمان.

الأزمة المالية من نتائج تطبيق المشتقات المالية.

مستقبل تطبيق المشتقات المالية على الاقتصاد الكلي.

الاستنتاجات –التوصيات

أولاً:مفهوم المشتقات المالية في إطار أدوات النظام المالي:

تمثل المشتقات المالية عقود واتفاقيات تستمد قيمتها من أصول حقيقية مثل السلع كالبن والسكر والقطن والنفط ، أو المعادن الثمينة كالذهب ، الفضة ، أو أصول مالية مثل الأسهم ، ألسندات العملات ، أو مؤشرات الأسواق المالية مثل ; Dawjones ، NIKKEI– أو مؤشرات التدفقات النقدية

كأسعار الفائدة أو أسعار الصرف ، لذلك هي عقود فرعية تَنشأ أو تُشتق من عقود أساسية وأدوات مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية. وأدوات استثمارية مشتقة من تلك الأصول ، تتّحد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. لينشأ عن تلك العقـود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه **بالهندسة المالية**.

وتشتمل أنواع المشتقات المالية على عقود الخيارات Options والعقود المستقبلية Future Contracts والعقود الآجلة Forward Contracts وعقود المبادلة Swaps أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات Derivatives On مثل عقود المبادلات الخيارية Swaptions وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات وسلع حقيقية Real Commodities أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف Exchange Rate أو سعر الفائدة Interest Rate أو أوراق ماليةSecurities من أسهم وسندات أو عملات أجنبية Foreign Currencies أو حتى تدفق نقدي ما. ويتلخص دورها في إدارة المخاطر وإجراء التحوط Hedging في سبيل تحسين التأكد ، إلا أن المخاطر أعلى ما تكون في إطار الاستثمار في المشتقات المالية ، وينشأ ذلك بسبب حالة عدم التأكد المتعلقة بأسعارها واعتمادها أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها . وبالرغم من ارتفاع مخاطرها يستخدمها المضاربين والمؤسسات المصرفية والمالية كمصدر للإيرادات عبر الاتجار والتداول بالعقود المالية في إطار تقلبات أسعار الأدوات المالية الأصلية (محل التعاقد) ، فضلا عن دورها في إدارة ألمخاطر ، تتيح للمستثمر فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وإدارة كل مخاطرة على حده في سبيل إتاحة الفرصة لخفض درجة المخاطر عموماً من خلال التحوط من آثار التقلبات السعرية والتي تنشأ إما عن تقلب أسعار الفائدة أو

تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت سلعاً أم أوراقاً مالية.

ويمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين :-

الفئة الأولى **:** المستخدمون النهائيون في نشاط الأسواق لتحقيق أهداف تتصل بالتحّوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة ، وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل المصارف، سوق الأوراق المالية ، شركات التأمين ، صناديق الضمان الاجتماعي ،صناديق الاستثمار وغيرها .

الفئة الثانية **:** فئة الوسطاء Intermediaries أو المتعاملين Dealers الذين يتركز دورهم على تعزيز رغبة المستخدمين النهائيين للمشتقات وتوظيف هذه الأدوات المالية في الأسواق مقابل تحصيل الإيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

تعد الأوراق المالية ولاسيما الأسهم والسندات الأدوات الرئيسة المتداولة في أسواق رأس المال التي تنقسم إلى :

أولاً- سوق للأوراق المالية

ثانياً- مؤسسات مالية مختلفة

أولا :- سوق الأوراق المالية ويتألف من:-

سوق الإصدار (السوق الأولى) عند تأسيس شركة مساهمة جديدة يتم إصدار أسهم ونادرا ما تقوم شركة بإصدار أسهم جديدة مرة أخرى بعد الإصدار الأول لأنها تلجأ إلى الاقتراض بدلا من إصدار أسهم جديدة وفقا لقاعدة التمويل بالملكية والتمويل بالاقتراض(٥٠%-٥٠%) وعملية ترويج وبيع الأسهم في الإصدار الأول الذي تقوم به أحد البنوك .

ب- سوق التداول (السوق الثانوي) أو (البورصة) هو السوق الذي يتم فيه إعادة تداول الأوراق المالية ويجري فيها بيع وشراء الأسهم ، وتضم سوق منظمة وسوق غير منظمة تتفرع إلى سوق ثالث وسوق رابع .

السوق المنظمة :- لها مكان ومواعيد عمل محددة ومقننة ومنظمة، كما لديها قواعد وإجراءات محددة للتعامل داخل السوق .

الأسواق غير المنظمة : يجري التداول بها بشكل مباشر بين السوق والمستثمر وتكون قيّم التعامل كبيرة جدا ومن خلال مؤسسات ورجال أعمال كبار وعدم وجود وسيط بين أطراف التعامل .

أما السوق الثالث والرابع **:**هما احد أشكال الأسواق غير المنظمة ويتوافر فيها نفس خصائص تلك الأسواق ، والفرق الجوهري بين السوق الثالث و السوق الرابع _ إن السوق الثالث قد يحتاج إلى وسيط بين أطراف التعامل من خلال تنظيم الاتصالات بين تلك الأطراف ، أما السوق الرابع ليس هناك وسيط بين الأطراف .

ثانيا :- مؤسسات مالية مختلفة :-

أ- شركات الاستثمار

ب- شركات التأمين

ج- شركات التمويل

د- البنوك (المتخصصة).

وتنقسم الأسواق من حيث الآجال:

أسواق رأس المال: تقسم إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية:

أ- الأسواق الحاضرة: تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) حيث تتم تسليمها وتسلمها فور أتمام الصفقة ومن هذه الأسواق ما هو منظم أي البورصات ومنها ما هو غير منظم مثل بيوت السمسرة والمصارف التجارية .

ب- أسواق العقود المستقبلية**:** تتعامل في الأسهم والسندات ولكن عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومنها أسواق الخيارات وأسواق العقود.

أسواق النقد: الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية والخزانة العامة التي تصدر أذونات الخزانة (الأوراق القصيرة الأجل).

تطورت المشتقات المالية Derivatives financial وظهيرها تقنيات التوريق securitizations Techniques في إطار الابتكار المالي الأولى: تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، ألسندات، الأسهم ،النقد الأجنبي، الذهب، وغيرها من السلع، وهي تعطي الحق لمالكها شراء أو بيع موجود (نقدي، مالي، حقيقي) بسعر محدد وبكميات محددة عبر مدة معينة وتكتسب قبولها بواسطة قيمة ألأصول والثانية: تقنية التوريق أداة مالية حديثة بدأت ظاهرة في الثمانينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأميركية عبر سعي الكثير من البنوك الأميركية إلى توريق ديونها، وتتلخص من خلال بيع مؤسسة مالية جزءاً من أصولها المضمونة بسعر مخفض بدافع التخلص من ذمتها وإبعاد المؤسسة عن مخاطر الإفلاس، ليتم نقل تلك الأصول بضماناتها إلى المنشأة ذات الأغراض الخاصة التي تتولى مهمة إصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق للحصول على السيولة عن طريق بيعها على المستثمرين لسداد قيمة الأصول للمؤسسة المالية على أن تكون الفوائد على هذه السندات متوافقة مع فوائد الديون الأصلية. **هذا ملخص موجز** لإجراءات التوريق التقليدية، والواقع يشير إلى شروع المؤسسات المالية الدائنة عبر توفر السيولة المالية الكافية في عمليات تمويل جديدة أو للتوسع في نشاطها كما يساعدها هذا الأجراء على تحسين قوائمها المالية بالتحرر من قيود **مبدأ كفاية رأس المال** ومخصصات الديون وفي تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة يمكن إعادة توظيفها مرة أخرى. إذ يساعد التوريق في توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة من الدائنين كما يساهم بإيجاد سوق يسد حاجة القطاعات إلى تمويل طويل الأجل مثل تمويل الرهن العقاري والمؤسسات التمويلية الأخرى الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط السوق المالية واتساعها عبر تعبئة

الموارد المالية المختلفة وتنويع الأدوات الاستثمارية المعروضة فيها.غير أن نقل المخاطر من القروض المفردة وتجميعها وتوزيعها على حائزي الأوراق والجهات الضامنة. دفع بتضاؤل الاهتمام بالتقييم الموضوعي للمخاطر ، كما تضاءلت دقة تقييم الضمانات.

وهناك أنواع متعددة للمشتقات وأكثرها انتشاراً، هي: -

أ - عقود المستقبليات:

عقود قانونية يجري إبرامها في أسواق منتظمة ، تمثل تعهداً بالتسليم المستقبلي إلى المشتري أو بالاستلام من البائع ، لكمية ونوعية (أصل) تم الاتفاق عليها في وقت معين، وتشمل السندات السيادية ومؤشرات الأسهم وأذونات الخزانة والذهب والمعادن الثمينة والنفط والعملات ومن خصائص هذه العقود أن يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد لتجنب مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها ، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً ويجري التعامل بها بأسلوب المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد ولضمان تنفيذ الالتزامات بين طرفي العقد (البائع والمشتري) يُلزم كل منهما بإيداع هامش تتراوح قيمته بين (٥-١٥%) من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية العقد أو تصفيته بقصد ضمان سوق منتظم للعقود المستقبلية، **لجأت**

بورصات العقود إلى تسمية شروط التعاقد في خمسة أساسية:

وحدة التعامل:(الكمية والوحدة) التي تقاس بها مكونات العقد .

شروط التسليم: بواسطة إدارة البورصة .

حدود تقلب الأسعار: (تثبيت حد أدنى وحد أقصى)

حدود المعاملات:(ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد

الهامش المبدئي: (٥-١٥%) من قيمة العقد.

ب - عقود الخيارات:

وهي عقود مالية تمنح صاحبها الحق وليس الالتزام في بيع أو شراء أصل معين، عبر أوراق مالية تجارية معينة بسعر محدد وخلال مدة مثبتة في أصل العقد، يتفق فيها طرفين أساسيين في عقد الخيار : مشتري الخيار ومحرر حق الخيار (البائع) وتُقسم إلى خيارات الشراء وخيارات البيع.وتنطوي فلسفه هذا الطراز من العقود في محاولة كل طرف الاستفادة من توقعاته على حساب الطرف الأخر عن طريق تمكينهم من الانتقال بتصوراتهم وتوقعاتهم إلى التطبيق العملي عبر أسلوب مقابلة حق ممارسة عملية شراء أو بيع يقوم بها طرف معين بالتزام يتعهد به طرف آخر وإيجاد قيمة سعرية مقبولة ثمنا لهذا الالتزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء أو حق البيع فيكون: -حق (خيار) يقابله التزام – التزام بتنفيذ يقابله ثمن.وأصبحت حقوق الخيار من الأهمية بمكان للمتعاملين في أسواق المال وأسواق العملات بفضل توفر نظريات حسابية معقدة لاحتساب سعر حقوق الخيار ، وأصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال **مثل** ; Dawjones، NIKKEI

وبذلك تداخلت مفاهيم المتاجرة والمقامرة عبر توقعات الأسعار وتقدير الفرصة والخطر. ويوجد نوعين من الاختيار ، الأمريكي الذي يعطي الحق لصاحب الخيار في تنفيذه في أي وقت خلال المدة منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه والأوربي فلا يتم تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق.

ج - عقود المبادلات:

وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، وهي الأخرى شملت أنواع منها مبادلة أسعار الفائدة والعملات، فضلاً عن اتساع التعامل بها في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

د - العقود الآجلة:

يغلب على هذه العقود الطابع الشخصي ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة، إذ يتفاوض طرفا العقد، على الشروط بما يتفق وظروف كل منهما، وغالباً ما تستخدم من قبل الشركات والبنوك لتفادي مخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما يستخدمها المستثمرون ضد مخاطر أسعار الفائدة عندما يرغب مستثمر ما الحصول على قرض معين ، يلجأ لشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل ثابت محدد مسبقاً، وأن يلتزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة بالعقد وعلى هذا النحو فأن المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود.

ثانياً:أهمية المشتقات المالية في تمويل الائتمان:

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات الاستثمارية التي أنتجت في ضوء التطور العلمي والتكنولوجي وما أفرزت الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة

للتقليل من المخاطرة الأمر الذي جعل من تلك الأدوات وسيله للتحوط من التقلبات، لا سيما وأنها لا تنشئ تدفقات نقدية إلا بشكل بسيط وأدوات تشتق من عقود الأوراق المالية والعملات الأجنبية تشوبها حالة عدم التأكد مما يزيد من مخاطرها للتعامل مع المستقبل وهذا ما يدفع البعض لاستخدامها كأداة للمضاربة.

تمثل المشتقات أسرع أشكال المعاملات المالية نموًّا، واستمرت تنمو حتى في ظل ظروف الأزمة المالية العالمية الحالية، وإن القسم الأكبر من المشتقات المالية في الولايات المتحدة يتم بواسطة عدد محدود من البنوك الأمريكية الكبرى والشركات التي تتبعها، ووفقًا لتقرير مكتب رقابة العملة في الولايات المتحدة ، بلغت٢٠ تريليون دولار عام ١٩٩٥ ، وفي عام٢٠١١ قفزت إلى ٢٤٨ تريليون دولار أي ما يعادل ١٧ ضعفاً من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي وتوزعت نحو ٨٢% عقود فائدة، ١١% عقود نقد أجنبي، ٦% مشتقات ائتمان، والباقي عقود مشتقات أسهم وسلع وغيرها. أما توزيع المشتقات حسب طبيعة المنتج المالي فقد بلغت:عقود المستقبليات والعقود الآجلة نسبة ١٦%،عقود الترتيبات المتبادلة Swaps نسبة ٦٣%، عقود الخيارات نسبة ١٥%، في حين بلغت ٦%مشتقات الائتمان.

وقد أدى رفع القيود التنظيمية عن الأسواق المالية إلى فتح المجال أمام المخاطرة المفرطة وتركز الأنشطة المصرفية في عدد صغير من المؤسسات الكبيرة وإجراء تحول في التمويل المصرفي من الاعتماد على الودائع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على أسواق رؤوس الأموال ومن الإقراض إلى التداول في ظل استحداث نظام مالي مواز لا يخضع إلى حد

بعيد للقواعد التنظيمية ولاسيما في الإقتصادات المتقدمة بعد ترسيخ القناعة بأن الأسواق المالية أكثر كفاءة في تخصيص الموارد وترشيدها ".

إلا أن الآثار السلبية للاستثمار المالي في المشتقات المالية كثيراً ما تكون مستمدة من سلوك القطيع (أي مجاراة التيار لبعض الوقت ثم سحب الاستثمار قبيل قيام باقي الحشد بعمل ذلك) ويقوم الجميع بالمقامرة على ذات النتيجة مثل ارتفاع أسعار العقارات أو رأس المال السهمي أو أصول أخرى، ويتناسى الجميع فيما إذا كانت المعلومات الأساسية صحيحة أو يمكن أن تكون ذات صلة بنشاطات الاقتصاد الحقيقي، وأن هذه الظاهرة ليست فقط في أسواق الأوراق المالية وأسواق المشتقات المالية وإنما في أسواق العملات وأسواق السلع الأساسية الآجلة أيضاً. ناهيك عن دور السوق المالي في إبعاد وغياب السيولة عن الاقتصاد الحقيقي"، إذ يتسبب ضخ السيولة في السوق المالي أثناء نشاط السوق المحموم ولاسيما عند ارتفاع الأسعار إلى تشجيع الأفراد على استثمار مدخراتهم ودخولهم ورؤوس أموالهم للمضاربة في السوق المالي ، إلا أن اتجاه هذا النوع من الاستثمار ينتهي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وتلاشي فائض القيمة على المستوى الكلي.

وتظهر أهمية المشتقات المالية عبر اتجاهين، الأول المتاجرة بالمبيعات وأخذ المراكز وموازنة سعر الصرف والثانية عبر تغطية المخاطر ولاسيما إدارة المخاطر التي تتعرض لها البنوك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العمولات ولتقليل مخاطر أسعار العملات والعمولات يتم مراقبة مراكز العملات يومياً وتستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر لضمان بقاء مراكز العملات ضمن الحدود المقررة.

وفي ضوء إلغاء حظر التعامل على المشتقات المالية في قانون البنوك في عدد من الدول ، ولغرض الاستفادة من مزايا المشتقات وتفادي الخسائر يجب أن يتوافر عند بدء التعامل في المشتقات في السوق عدة متطلبات يتقدمها: وجود تنظيم داخلي للبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر بمساعدة الكوادر البشرية المتخصصة مع رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق المالي والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها . مع وضع الضوابط الرقابية الملائمة في تثبيت الحدود القصوى لحجم التعامل للمؤسسات المختلفة في مجال استخدام المشتقات المالية والأطر المؤسسية لمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطاتها، وحث البنوك على تكوين الاحتياطيات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات، ولا يتم ذلك إلا من خلال توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد.

قد تتعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية إلى عدد من المخاطر ومنها:

١-مخاطر الائتمان: ناجمة عن عدم وفاء احد أطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد ويعتبر أكثر المخاطر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصة المنظمة . وهذا غالباً ما يحصل في عقود المشتقات المالية في العقود الآجلة.

٢- خطر السيولة: في حال عدم قدرة المؤسسة المصرفية في مواجهة التزاماتها في ظرف لا يسمح لها بالتعويض الكافي لدائنها في ظل عدم توفر فرص الاقتراض من السوق النقدي، الأمر الذي يؤدي بحدوث أزمة ثقة يتبعها إفلاس البنك.وينشأ هذا الخطر نتيجة اختلال التوازن في الهيكل المالي للبنك، حيث تصبح الأصول المتداولة غير كافية لتغطية الديون

القصيرة الأجل.وتمثل السيولة السبب الأهم في اندلاع الأزمات المالية.

٣- خطر السوق: يتعلق هذا النوع بنشاطات التفاوض أو المضاربة في أسواق رؤوس الأموال مقابل التغيرات في قيم الأصول وأسعار الفائدة أو أسعار الصرف، حيث يتم تسجيل خسارة بعد إعادة بيع الأسهم المحصل عليها، بسبب انخفاض سعر السهم أو غياب السيولة في سوق بيع الأسهم لأن العدد غير كاف من المشترين مع شدة الحاجة، لبيع الأسهم حتى وإن كان ذلك بأقل السعر. وشكلت تداعيات أزمة المكسيك حين اقترن بتقلبات سعر صرف البيزو المكسيكي في عام ١٩٩٤ بتخفيض حاد غير متوقع في أسعار الأوراق المالية متوسطة الآجل وامتد ليشمل الأصول المالية المكسيكية ثم امتد إلى أسعار السندات في باقي دول أمريكا اللاتينية.

تساهم المشتقات المالية و**تقنيات التوريق** في تسهيل جمع السيولة النقدية لنمو الشركات والمؤسسات الاقتصادية بمختلف أنواعها عبر أسلوب إصدار الأسهم والأوراق المالية لتمويل نشاطاتها التوسعية وزيادة الحصة السوقية عبر تعدد الخطوط الإنتاجية في المؤسسات الصناعية والاندماج والاستحواذ المصرفي .ويمكن أن تستعمل المشتقات المالية من السلطة النقدية لتمويل القطاع المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة ، غير أن خطر المشتقات المالية على النظام المالي ينشأ بسبب الاتجار بعيداً عن القواعد التنظيميه وعبر الاتفاق المباشر بين أطرافها دون اللجوء إلى وسطاء وعادة ما تتداول خارج البورصات ، وتقدر قيمتها الاسمية ٦٧٤ تريليون دولار وفقًا لبيانات منظمة التعاون الاقتصادي والتنميةOECDفي ت١ من عام٢٠١٢ وشكلت العقود المرتبطة بأسعار الفائدة نسبة ٨١،٧٧**%**(كما في الجدول ١) من مجموع قيم المشتقات لمنتجات عالية الخطورة مثل عقود المبادلات وعقود المعدلات الآجلة والخيارات إضافة إلى خلوّها من أي قواعد تنظيمية فيما يتعلق بأساليب الكشف عن

المعلومات بين الأطراف المتعاقدة، فأن قيمُّها صعبة التقدير بسبب **هيكلية سوق** المشتقات المكون من **مصارف** كبيرة و**صناديق** تحوط تكون عرضة للمخاطر بسبب ضخامة حجمها الذي يؤثر في النظام المالي بشكل كبير في حالة انهيارها. حيث سادت إشاعات بعد الانهيار الناجم عن فقاعة المشتقات عام ٢٠٠٨ ، باتجاه المصارف المركزية إلى طباعة الأموال من أجل سداد "القيم والأرباح غير الواقعية" المترتبة على تلك المشتقات، الأمر الذي يسفر بدوره عن إيجاد قنبلة ذات محتوى مغرق في التضخم، لها القدرة عن زعزعة استقرار النظام المالي العالمي مجدداً

إن فلسفة تحفيز المدخرات نحو الاستثمار في السوق المالية تركت أثارها على قناعات المدخر في تفضيل توظيف مدخراته في السوق المالية بدلاً من المصارف لتدني عوائدها نسبياً ، الأمر الذي حمل بضلاله إلى انحسار الاستثمار الحقيقي.

جدول (١): تجارة المشتقات المالية (ترليون دولار)

السنوات / المتغيرات	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١١	٢٠١٢
عقود FX	٢٤.٥	٢٩.٦	٣١.٤	٤٠.٢	٥٦.٢	٤٤.٢	٤٩.٢	٥٧.٨	٦٣.٤
عقود أسعار الفائدة	١٤٢	١٩٠.٥	٢١٢	٢٩١.١	٣٩٣.١	٣٨٥.٩	٤٤٩.٩	٤٦٣.٣	٥٠٤.١
عقود مرتبطة بالأسهم	٣.٨	٤.٤	٥.٨	٧.٥	٨.٥	٦.٢	٥.٩	٥.٦	٦

عقود مرتبطة بالسلع	١.٤	١.٤	٥.٤	٧.١	٨.٥	٣.٨	٢.٩	٢.٩	٣.١
مشتقات المشتقات	N/A	٤.٦	١٣.٩	٢٨.٧	٥٨.٢	٤١.٩	٣٢.٧	٢٩.٩	٢٨.٦
مشتقات أخرى	٢٥.٥	٢١.٣	٢٩.٢	٣٩.٧	٧١.٢	٢٥.٥	٦٣.٨	٤٢.٦	٤٢.٦
المجموع	١٩٧.٢	٢٥١.٨	٢٩٧.٧	٤١٤.٣	٥٩٥.٧	٥٤٧.٤	٦٠٣.٩	٦٠١.١	٦٤٧.٨

ثالثاً : الأزمة المالية من نتائج تطبيق المشتقات المالية:

يشير مفهوم الأزمة المالية إلى التذبذبات في أداء مجمل المتغيرات المالية في الإصدار والتسعير للأوراق المالية وفي مقدمتها الأسهم والسندات، وشهادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف على المستوى الجزئي والكلي الأمر الذي يستلزم فترة طويلة في تقدير الظواهر الخاصة بها وتفسيرها.

حملت النظريات المفسرة للأزمة المالية مضامين مختلفة بين الإشارة للذعر المالي نتيجة انكماش فعاليات النشاط الاقتصادي أو بسبب الانهيار في سوق الأسهم نتيجة ظهور فقاعة في أسعار بعض الموجودات المالية أو بسبب انهيار في معدلات سعر الصرف يتجسد في اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية وتمتد أثاره إلى القطاعات الاقتصادية وقد صنفت الأزمة المالية إلى **أزمة مصرفية :** عند انحسار سيولة البنوك التجارية

بسبب إفراطها في منح الائتمان وبلوغها مستوى العجز عن تلبية سحوبات المودعين وبسبب الإشاعات وأمام ضعف قدرة البنوك التجارية عن تهيئة سيولة نقدية كافية لتلبية تلك السحوبات تحصل حالة الذعر المالي التي تؤدي إلى عجز البنوك عن توفير سيولة كافية الأمر الذي يضطرها للاقتراض من البنوك الأخرى وفي حالة تعذر ذلك يتدخل البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض لإنقاذ البنوك وتوفير السيولة الكافية لحل الأزمة.إذ لم تسجل الوقائع الاقتصادية الأزمات المصرفية إلا نادرا في عقود الخمسينات والستينات بسبب القيود الملزمة على رأس المال والتحويلات وأصبحت أكثر انتشاراً منذ عقد السبعينات، وتعود الأسباب إلى الابتكار في أدوات ووسائل تمويل الائتمان في ظل أنظمة مدفوعات إلكترونية متطورة ساهمت على تجاوز البنوك التجارية لبعض المؤشرات الرقابية مثل السيولة، اليسر، الربح، في محاولة لإخفائها المركز المالي. يرافق ذلك عدم الالتزام بمعايير لجنة بازل بشكل سليم ولاسيما البنوك في الدول ذات القوة الاقتصادية الكبيرة والمتعلقة بتطبيق الأنظمة الرقابية والمصرفية وحدود كفاية رأس المال وضوابط تمويل الائتمان والتي تهدف إلى ضمان استقرار القطاع المصرفي وبخاصة البنوك التجارية. الأمر الذي قاد "لجنة بازل"إلى تصنيف الدول وفقاً لدرجة المخاطرة الائتمانية كل من خلال مؤشراته وبمجموعتين:الأولى مجموعة الدول ذات المخاطر المنخفضة : وتضم الدول الأعضاء في "لجنة بازل" مع الدول التي عقدت اتفاق مع صندوق النقد الدولي بشأن إجراء تسهيلات ائتمانية خاصة، وتشمل على: (أستراليا، النمسا، الدنمارك، فنلندا، اليونان، أسليندا، نيوزلندة، النرويج، البرتغال، السعودية، تركيا).والثانية مجموعة الدول ذات المخاطر العالية: وتشمل كل دول العالم ما عدا الدول في المجموعة الأولى.

أما أزمة الأسواق المالية :تعود جذورها إلى هبوط حاد في أسعار الأوراق المالية للأسواق كالأسهم والسندات وغيرها من الأدوات وهو ما يطلق عليه بأزمة الفقاعة ، ساهمت بإنضاجها عمليات الاندماج والاستحواذ في الأسواق المالية في ظل سهولة حركة رؤوس الأموال وتكاملها وانتشار مبدأ المضاربة بشكل واسع في إطار الاستثمار المحفظي لتحقيق أقصى المكاسب بأقل مدة ممكنة. يوازي ذلك السرعة في تدفق الأموال الساخنة من بلد لأخر الأمر الذي عجل في نشوب الأزمات وانتقالها بين أسواق المال. وإن أزمة العملة: تتحقق عند هجمات المضاربة في عملة بلد ما بشكل يدفع إلى هبوط حاد في قيمة العملة، الأمر الذي يدعو البنك المركزي لاستخدام جزء من احتياطياته من النقد الأجنبي للدفاع عنها.

وهناك نمطين لأزمات العملة، أحدها ذات طابع تقليدي تبلغ ذروتها بعد أمد من الإفراط في الإصدار النقدي بهدف تمويل الإنفاق ليتمخض عنه ارتفاع الأسعار وانخفاض القيمة الحقيقية للعملة وأزمة العملة ذات الطابع الجديد غالباً ما يكون بسبب حصول مضاربات على العملة وتذبذب أسعار صرفها في الأسواق المالية ، يمتد تأثيرها إلى القطاعات الاقتصادية بأسرها وهي أشد الأزمات المالية فتكاً في النظام المالي.

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة تمثلت نتائج تطبيق مقررات بازل ٢ على النظام المصرفي بضمان سلامة البنوك والحفاظ على شروط المنافسة العادلة فيما بينها العمل على استقرار المصرفي والمالي في إطار تشريعات وأنظمة متكافئة بين مختلف البلدان التي تنشط فيها،مع إلغاء كل تمييز ما بين الدول واقتصارها فقط .

على المخاطر التي ترعى الاستفادة من تخفيض رأس المال للبنوك عبر طرق التقييم الداخلي للائتمان وتوسيع إدارة المخاطر عند تطبيق الأدوات المستحدثة بقصد توفير السيولة .

أما الإفرازات السلبية فتتمثل بتناسبها مع إمكانيات وتقنيات البنوك الكبيرة وإغفالها ظروف البنوك في الدول المتخلفة بسبب غياب البيئة الملائمة لها والمأخذ الكبير في هذه القواعد غير إلزامية التطبيق ألأمر الذي يحد من فاعليتها ويزيد من تكاليف التمويل .

ويظهر اثر المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري عام ٢٠٠٨من خلال التوسع في أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيق مكاسب في المستقبل ونظراً لانهيار أسعار الأسهم والسندات الصادرة على البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة المشتقات واندلع ذعر في الأسواق المالية نتيجة لتزاحم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق في الوقت الذي يتركز أهداف هذه المشتقات على مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث.

فشلت مقررات بازل ٢ في حماية البنوك من الضغوط الائتمانية التي تعرضت لها جرّاء الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨، الأمر الذي جعل بعض الاقتصاديين يشككون في الافتراضات الضمنية التي يقوم عليها إطار هذه المقررات.

والدعوة لإصلاح القطاع المصرفي في إطار قواعد اتفاقية «بازل ٣» من خلال تحصين البنوك ذاتياّ ضد الأزمات المالية في المستقبل، وبالتغلب بمفردها على الاضطرابات المالية التي من الممكن أن تتعرض لها من دون مساعدة أو تدخل البنك المركزي أو الحكومة قدر ما أمكن، وتهدف الإصلاحات المقترحة بموجب اتفاقية بازل ٣ إلى زيادة متطلب

أترأس المال وإلى تعزيز جودته في القطاع المصرفي حتى يتسنى له تحمل الخسائر خلال التقلبات الاقتصادية الدورية، حيث يسمح نظام بازل الجديد بزيادة رؤوس أموال البنوك على مراحل زمنية ولمدة ثمان سنوات وكما هو موضح بالجدولين (٢)(٣).

عبر إلزام البنوك الاحتفاظ برأس مال أساسي، يتألف من رأس المال المدفوع والأرباح المحتفظ بها ويعادل ٤.٥ **%** من أصولها بحد أدنى بزيادة عن نسبة ٢ **%** وفق اتفاقية بازل ٢. وتكوين احتياطي جديد من فصل يضم أسهم عادية ويعادل ٢.٥ %من الأصول،أي وجوب قي أمال بنوك بزيادة كمية رأس المال الممتاز الذي تحت فظبه لمواجهة الصدمات المستقبلية إلى ثلاث أضعاف ليبلغ نسبة٧٪وفى حالة انخفاضها ، يمكن للسلطات المالية أن تفرض على البنوك قيوداً في توزيع الأرباح على المساهمين أو عند منح المكافآت المالية لموظفيهم، مع رفع معدل المستوى الأول من رأس المال الإجمالي الحالي من٤٪ إلى ٦٪ وعدم احتساب الشريحة

الثالثة في معدل كفاية رأس المال إلا أن المدة الزمنية لتطبيق هذه المعايير تستمر حتى عام٢٠١٩ .

جدول رقم (٢)

متطلب أترأس المال و رأسمال التحوط وفق مقررات بازل III

	حقوق المساهمين للشريحة	رأس المال الشريحة الأول	أجمالي رأس المال
الحد الأدنى	%٥،٤	%٦	%٨
رأس مال التحوط		%٥،٢	
حدود رأس مال التحوط		%٠- %٥،٢	
الحد الأدنى +رأس المال التحوط بازلIII	%٧	%٥،٨	%٥،١٠
بازل II	%٢	%٤	%٨

Basel Committee on Banking Supervision Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements , Basel, Switzerland, June ٢٠١١ ,p٦٤.

Prudential Financial Policy Department Islamic Banking and Takaful Department, Implementation of Basel III, BNM/RH/NT ٠٠٧-٢٥, p٤

جدول رقم (٣)

مراحل تنفيذ مقررات بازل III

	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩
الحد الأدنى لنسبة رأس المال من حقوق المساهمين			٣٫٥٠٪	٤٫٠٠٪	٤٫٥٠٪	٤٫٥٠٪	٤٫٥٠٪	٤٫٥٠٪	٤٫٥٠٪
رأس مال التحوط						٠٫٦٣٪	١٫٢٥٪	١٫٨٨٪	٢٫٥٠٪
الحد الأدنى لحقوق المساهمين +رأس مال التحوط			٣٫٥٠٪	٤٫٠٠٪	٤٫٥٠٪	٥٫١٣٪	٥٫٧٥٪	٦٫٣٨٪	٧٫٠٠%
الحد الأدنى لرأس مال الفئة ١			٤٫٥٠٪	٥٫٥٠٪	٦٫٠٠٪	٦٫٠٠٪	٦٫٠٠٪	٦٫٠٠٪	٦٫٠٠٪

الحد الأدنى من إجمالي رأس المال			٨.٠٠%	٨.٠٠%	٨.٠٠%	٨.٠٠%	٨.٠٠%	٨.٠٠%	٨.٠٠%
الحد الأدنى لإجمالي رأس المال+ رأس مال التحوط			٨.٠٠%	٨.٠٠%	٨.٠٠%	٨.٦٣%	٩.٢٥%	٩.٨٨%	١٠.٥٠%

Rustom Barua, Fabio Battaglia, Ravindran Jagannathan, Jivantha Mendis and Mario Onorato,basel٣ what's new ?business and technological Challenges, Algorithmics, an IBM Company,٢٠١٠,p٣٢.

تتلخص أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية نتيجة الأتي:

الانفصام بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.

التوسع الكبير في منح القروض من المصارف الاستثمارية بشكل خاص دون وجود الضمانات الكافية.

الفساد الإداري المتفشي في الشركات والمصارف الاستثمارية.

انعدام الرقابة والإشراف الكافي على المؤسسات المالية المتخصصة

وبالتحديد شركات الاستثمار في منح القروض وإصدار السندات، في الوقت الذي تخضع فيه المصارف التجارية إلى رقابة البنوك المركزية من حيث الالتزام بشروط المحافظة على ملاءة رأس المال كما تشير اتفاقية بازل، فإن شركات الاستثمار لا تخضع لمثل هذه الرقابة.

ارتفاع أسعار الفائدة وما ترتب عنه من تزايد أعباء القروض من حيث خدمتها وسداد أقساطها.

عدم قدرة المقترضين على سداد أقساط القروض نتيجة سجلاتهم الائتمانية السيئة.

رابعاً: مستقبل تطبيق المشتقات المالية على الاقتصاد الكلي:

أدت الأزمة المالية العالمية إلى إعادة تقييم المنافع والمخاطر المتصلة بالتمويل والخدمات المالية ولاسيما بما يتعلق بعمليات التوريق والمشتقات المالية المعقدة فقد نمت إلى درجة مفرطة من حيث الحجم والتعقيد ولم تفرز قيمة مضافة على الاقتصاد الكي إلا بشكل محدود فكانت محدودة الأثر كثيرة المخاطر.وقد شهدت الصيرفة العالمية تراجعاً واضحا بعد أن سجلت التدفقات المالية المصرفية والتدفقات المنشئة للديون في طائفة واسعة من البلدان بين أعوام ٢٠٠٢-٢٠٠٧ من نحو ٨% **إلى** ٢٥% من إجمالي الناتج المحلي (GDP) في الاقتصادات المتقدمة ومن نحو ٥،٢% **إلى** ١٢% من GDP في الأسواق الصاعدة انخفضت بشكل حاد إلى ٣،١% من GDP عام ٢٠٠٩ تاركة أثرا بالغاً على الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة وتعافت في عام ٢٠١٠ إلا إنها هبطت مع اشتداد أزمة الديون السيادية الأوربية وبلغت ٦،٣%من GDP في عام ٢٠١٢.ومن حيث الاستقرار المالي تشير نتائج البحوث إلى الفروق في مدى تأثر البلدان بالصدمات حسب الحجم النسبي للبنك ومقدار المسافة بين البنوك

المنتسبة والبنوك الأم التي تتبعها ومدى حجم الأموال التي تجمعها الأموال التي تجمعها البنوك الأجنبية محليا وليس من مصادر **أجنبية وعلى النحو التالي:-**

١-الائتمان الداخلي المقدم من شركات محلية يتسم بدرجة أكبر من الاستقرار بالاقتراض عبر الحدود فقد خفضت البنوك الأجنبية الإقراض بدرجة أكبر مما فعلت البنوك المحلية في بلدان أوربا الشرقية ولكن هذا الفرق لم يظهر في بلدان أمريكا اللاتينية إذ كانت الفروع قليلة وعدد الشركات المنتسبة للمؤسسة محليا اكبر منه في أوربا الشرقية لسبب جزئي هو تفصيلات الهيئات التنظيمية في أمريكا اللاتينية.

٢-تعرض البنوك العالمية لصدمات تدفعها في الغالب إلى إعادة موازنة حافظاتها بالابتعاد عن الأسواق العالمية ،إذ نقلت الصدمات من الاقتصادات المتقدمة إلى الأسواق الصاعدة (مع قيامها بإعادة توزيع السيولة داخل المؤسسة) فقد قامت البنوك الأجنبية العاملة في الاقتصاديات المتقدمة المتضررة من الأزمة أيضاً بخفض إقراضها المحلي ، وإعادة الأموال للمساعدة على استيعاب الصدمات في داخل أوطانها.

تتدفق السيولة الدولية التي لا تقارن حجومها اليوم بأي وقت مضى قبل اندلاع أزمة الرهن العقاري في ٢٠٠٨ في ظل ارتفاع وحرية حركة رؤوس الأموال من مصدرين : سيولة رسمية ، وسيولة خاصة ، يمكن توصيف مكونات الأولى باسم "التمويل" الذي يجري توفيره دون قيد أو شرط لتسوية المطالبات والسحوبات بإدارة السلطات النقدية. وعبر أدوات مختلفة، مثل احتياطيات النقد الأجنبي وأساليب المقايضة بين البنوك المركزية. في ميزة تنفرد بها البنوك المركزية في خلق السيولة الرسمية.

أما برامج صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة، هي وسائل لتعبئة السيولة الرسمية، وليست أدوات لخلق السيولة.

والمفهوم الآخر :السيولة الخاصة (سيولة القطاع الخاص) ، والتي يتم إنشاؤها بدرجة كبيرة من نشاطات عبر الحدود تمارسها البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى. حيث يجمع كلا المفهومين عنصر مشترك هو سهولة التمويل، أما كمياً: فإن السيولة الخاصة تهيمن على السيولة الرسمية من حيث الحجم ومنظور الاستقرار المالي، من خلال تحديد اتجاهات وقوة الدورة الاقتصادية نتيجة التكامل المالي العميق بين الدول والابتكار المالي الواسع في الأدوات .

فضلاً عن سرعة وارتفاع دوران السيولة العالمية الخاصة تدفعها عوامل الاختلافات في معدلات النمو، والسياسات النقدية، وتتقدمها الرغبة في المخاطرة، غير أن هناك بعض التفاعل بين السيولة الرسمية والخاصة في الظروف الاعتيادية و لاسيما في أوقات الازدهار ويتم تحديد المعروض من السيولة العالمية إلى حد كبير من قبل البنوك الدولية (إما مباشرة أو عن طريق الأسواق المالية) وفي أوقات الشدة ، فإن المعروض من السيولة العالمية يعتمد بشكل حاسم على وصول سيولة القطاع الخاص إلى السيولة الرسمية.

إن الإفراط في الإقراض داخل الولايات المتحدة منذ ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٦ ساهم في خلق السيولة الواسعة مدعومة من قبل الحكومة وبمعدلات فائدة قاربت١%قدمت بشروط ميسرة إلى شركات الرهن العقاري وامتدت لتشمل معايير الإقراض حتى لغير المؤهلين، لتبلغ القروض عالية المخاطر نحو ٣،١ تريليون دولار في مارس٢٠٠٧، وفي إطار أسلوب التوريق بادرت شركات الرهن العقاري إلى بيع المساكن والعقارات للأفراد بفوائد وشروط ميسرة مقابل رهنها حتى تسديد أقساط البيع وتبقى

سندات الملكية لدى الجهات المقرضة لتبلغ الديون في منتصف ٢٠٠٨ الفردية منها ٢،٩ تريليون دولار شكلت العقارية منها ٦،٦ تريليون دولار في حين بلغت ديون الشركات٤،١٨ تريليون دولار والحكومية ١٢تريليون دولار ليصبح إجمالي الدين في الولايات المتحدة ٣٩ تريليون وما يعادل ثلاث أضعاف الناتج المحلي الإجمالي فيها. وكان لإنشاء المشتقات المالية بناءاً على أصل واحد لعدد من المرات في منح القرض، الكثير من المخاطر على النظام المالي.انطلقت شرارة الأزمة بامتناع المدينون عن السداد لأي سبب من الأسباب ومع بداية عام ٢٠٠٨ عجز عدد كبير من المقترضين عن السداد وفى أكتوبر ٢٠٠٨ أصبح عدد العاجزين عن السداد بالملايين مما أدى إلى عجز شركات كبرى و إعلان إفلاس بعضها. في ظل عدم القدرة على إثبات بعض الالتزامات كالمستقبليات و الخيارات.لأنها لا تتوفر على شروط الإثبات.

وفي إطار الإجراءات التي تم اتخاذها لمواجهة الأزمة : أن تستمر المصارف المركزية في المحافظة على معدل السيولة في الاقتصاد سواء من خلال تخفيض أسعار الفائدة الأساسية، أو من خلال ضخ الأموال في الأسواق (عمليات السوق المفتوح)، وذلك لضمان تسهيل عملية اللجوء إلى القروض المصرفية للاستثمار بما يؤدي إلى دعم الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي المتعثرين **و**السماح للحكومة الأمريكية (الخزانة) بشراء أصول هالكة بقيمة ٧٠٠ مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري مع رفع سقف الضمانات للمودعين من ١٠٠ ألف دولار إلى ٢٥٠ ألف دولار لمدة عام واحد. **إذ** أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، الأمر الذي دفع بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر.مع تراجع التوقعات بشأن النمو في الاقتصاد العالمي خلال عام ٢٠٠٨، فطبقا لتقديرات

صندوق النقد والبنك الدوليين، ثمة انخفاض في التوقعات فيما يتعلق بمعدلات النمو الاقتصادي بعد ظهور الأزمة مقارنة بالتوقعات قبل ظهورها، حيث خفضت التوقعات حول نمو الاقتصاد العالمي خلال العام ٢٠٠٨ بمعدل ٢٤.٢ %، وبمعدل ٤٥.٥% بالنسبة للدول مرتفعة الدخل، وبمعدل بلغ ٥٧.٧ % بالنسبة لدول منطقة اليورو، وبمعدل ٥.٦ % بالنسبة للدول النامية، وبمعدل ١٣.١ % بالنسبة لدول شرق أوروبا ووسط آسيا، وبمعدل ١٢.٤ % بالنسبة لدول شرق آسيا والمحيط الهادي، وبمعدل ٢.٢ % بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، وبمعدل ٦.٩ % بالنسبة لدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وبمعدل ١٥.٦ % بالنسبة لدول أفريقيا جنوب الصحراء.

تراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع المصارف المركزية إلى ضخ الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة، فقام المصرف المركزي الأوروبي وبنك انجلترا وبنك اليابان ومجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي معا في نفس الوقت، بضخ ما قيمته ١٤٤ مليار دولار في المصارف لتمكينها من مواجهة طلبات السيولة، ثم قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بعد ذلك وكخطوة إضافية أخرى بضخ ١٨٠ مليار دولار في الأسواق المالية عبر اتفاقيات تبديل نقدي ومقايضات أجراها مع المصرف المركزي الأوروبي والبنك السويسري وبنك اليابان وبنك كندا، حيث تسمح هذه الاتفاقيات للمصارف المركزية بإقراض السيولة لبعضها البعض على المدى القصير، وذلك في حال أن أحدها في حاجة للسيولة لضمان استقرار النظام المالي في بلاده، وجاءت هذه المبادرة بعدما ضربت الأزمة المالية كل البورصات التي شهدت انخفاضات كبيرة في مؤشراتها.

أما من حيث ملائمة المشتقات المالية لإقتصادات البلدان النامية، فذلك يعود إلى تكامل النظام المالي وشروط وكفاءة سوق الأوراق المالية من حيث العمق وإلى العدد الكافي من الشركات والأسعار العادلة لكل شركة وتقارب الفروقات بين الطلب والعرض وهذا يكون عن طريق وجود الشركات العديدة ذات رؤوس الأموال الكبيرة ، ومع ضرورة تطبيق المشتقات في الاقتصاد ،إلا أن تطبيقها يحتاج إلى تعريف المستثمرين بها والإعلان عنها ، غير أن نسبة كبيرة من المستثمرين في أسواق البلدان النامية ومنها الأسواق المالية الكبيرة كما في مجلس التعاون الخليجي لا يعرف نسب تقييم الأسهم وكيفية تحديد السعر العادل لها مثل مكرر الربحية (مكرر الربحية P/ERatio: نسبة سعر السهم التجاري إلى ربح السهم السنوي، فكلما ارتفع مكرر الربحية لسهم ما دل ذلك على أن المستثمرين يدفعون سعرا أعلى مقابل كل وحدة ربح، والعكس بالعكس أيضا).

ويعتبر مكرر الربحية من أكثر مقاييس تقييم الأسهم استخداما نظرا لسهولة حسابه وبديهية مفهومه.

وربحية السهم ، فكيف بالمشتقات المالية التي من أبجدياتها تحديد السعر العادل للأصل المالي إضافة إلى عدم جاهزية الأنظمة بسبب صعوبة توفير البنية التحتية لتطبيقات المشتقات .

مع إنها ضرورية لأي سوق مالي ولا يمكن لأي سوق أن يكتمل دون توافرها ، وأنه طال الزمان أم قصُر فإنها تطبيقها آتٍ لا محالة .

في الوقت الذي تروج فيه مؤسسة التمويل الدولية في مجموعة البنك الدولي لمساعدة البلدان النامية القطاع الخاص على استخدام أدوات المشتقات المالية لتمويل مشروعاتها مشيرة إلى أن سوق كوريا الجنوبية

يعتمد على المشتقات المالية بنسبة ٨٧% من حجم التداولات الإجمالية بالسوق. تثبت دراسة تطبيقية لعينة من أسواق الدول العربية مثلت السعودية ،الكويت ، البحرين ، مصر ، الأردن مسقط، بيروت ، ودبي للمدة (١٩٩٤-٢٠٠٧) لقياس أثر سيولة الأوراق المالية في النمو الاقتصادي ، حيث أثبتت النتائج القياسية عدم وجود تأثير معنوي بمؤشرات سيولة الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. على الرغم من أهمية السيولة في هذه الأسواق وإنها تنمو بشكل أعلى من الدول الأخرى في نطاقها الإقليمي .

الفصل الحادي عشر

دور المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر الاستثمار وتحسين سيولة المستثمرين في البورصات المالية:

المبحث الأول

الإطار العام للدراسة

١-١ مقدمة الفصل :-

تعد البورصات المالية المحرك الأساس لاقتصاديات دول العالم المتقدمة والنامية، لما تؤديه من دور هام في ربط الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية – المدخرين- مع الوحدات الاقتصادية ذات العجز- المستثمرين-، وذلك من خلال مجموعة أدوات مالية تشكل فرصاً استثمارية متنوعة تحقق للمستثمرين فرصة اختيار المجال المناسب الذي يتفق واتجاهاتهم نحو العائد والمخاطرة. ونتيجة للتحولات الاقتصادية التي شهدتها البورصات المالية المختلفة على مدار الربع الأخير من القرن العشرين، أصبحت مخاطر الاستثمار الناجمة عن تحرير أسعار الصرف وأسعار الفوائد بمثابة أكبر التحديات التي تواجه تلك البورصات وأشدها خطراً، مما برر الحاجة إلى ابتكار أدوات مالية حديثة للتخفيف من حدة المخاطر التي تواجه المستثمرين في تلك البورصات. ومن هنا كانت بداية ظهور الأدوات المالية المشتقة، والتي اتفق معظم الباحثين والمتخصصين في العلوم المالية، على أن الخيارات كأدوات مالية من أفضل ما استطاع

الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن، وذلك لما لها من دورٍ هام في التحوط ضد المخاطر وتوفير السيولة اللازمة للقيام بالمشاريع المساهمة في تعزيز النمو الاقتصادي. وعليه فقد أصبح من الضروري التعرف على دور هذه الأدوات المالية في تلبية احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للتحوط ضد المخاطر وتحسين مستوى السيولة.

١-٢ مشكلة الدراسة وعناصرها:

يعتبر تنوع الأدوات الاستثمارية أحد أهم مفاهيم واستراتيجيات نجاح وتطور البورصات، وذلك لما تؤديه من دور فاعل في توسيع قاعدة البدائل التي تلبي احتياجات المستثمرين وتضمن لهم اختيار الاستثمار المناسب من حيث العائد والمخاطرة. ونظراً لكون بورصة عمان تقتصر في التعامل على الأدوات المالية التقليدية (أسهم عادية و سندات) الأمر الذي قيد قدرات المستثمرين للتحوط ضد المخاطر الناجمة عن الانكشاف المستمر للبورصات على الأزمات المالية والتخفيف من أثارها من جانب، كما أنها لا توفر متطلبات نجاح أية عملية استثمارية في البورصة وتكوين المحافظ الاستثمارية المثلى من جانب آخر. لذا فإن الغرض من هذه الدراسة هو التعرف على دور عقود الخيارات المالية في تلبية احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية.

وبناءاً على ما سبق يمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالتساؤلات الآتية

١- هل توجد علاقة بين عقود الخيارات وبين احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية؟

٢- هل توجد علاقة بين عقود الخيارات وبين التحوط ضد مخاطر الاستثمار في بورصة عمان للأوراق المالية؟

٣- هل توجد علاقة بين عقود الخيارات وبين سيولة المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية؟

٤- هل توجد فروق بين احتياجات المستثمرين لمجالات عقود الخيارات في بورصة عمان للأوراق المالية؟

١ـ ٣ فرضيات الدراسة

- بناءً على عناصر مشكلة الدراسة سيتم اختبار مدى صحة **الفرضيات العدمية الآتية:**

الفرضية الرئيسة الأولى:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($a \geq$ ٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية.

وتتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الآتية:

الفرضية الفرعية الأولى:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($a \geq$ ٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين التحوط ضد مخاطر الاستثمار في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثانية:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($a \geq$ ٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين سيولة المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الرئيسة الثانية:

لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≤ ٠.٠٥) بين احتياجات المستثمرين لمجالات عقود الخيارات.

١-٤ التعريفات الإجرائية

عقود الخيارات **(**Options Contracts**):** يعرف عقد الخيار على أنه عقد بين طرفين (حامل ومحرر) إذ بموجبه يمنح المحرر للمشتري الحق في شراء أو بيع الأصل المتعاقد بسعر ثابت يحدد لحظة التعاقد بشرط أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق. وكما أن قيام المشتري بشراء الحق يمنحه حرية التنفيذ من عدمه وذلك بحسب رغبته ولكن يتطلب منه بالمقابل دفع علاوة في لحظة التعاقد والتي تعد بمثابة سعراً للخيار ولكن لا تعتبر جزءاً من قيمة الصفقة.

احتياجات المستثمرين **(**Investors' Needs**):** يقصد بها المتطلبات الأساسية التي يحتاجها المستثمرون في بورصات المال والمتمثلة في (التحوط ضد المخاطر وتحسين مستوى السيولة).

التحوط ضد المخاطر (Hedging Against Risks): عبارة عن تجزئة المخاطر المتضمنةِ في الأدوات المالية التقليدية، مثل (مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية وأسعار السلع و أسعار الفوائد) بحيث يمكن إدارة كل منها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى، كما وتقوم هذه الأدوات بتحديد حدود عليا وحدود دنيا للتقلبات السعرية وتقلبات أسعار الفوائد.

تحسين مستوى السيولة (Improving the Liquidity**):** عبارة عن تحسين سيولة المستثمرين المتعاملين بعقود الخيارات، إذ إن عقود الخيارات تتمتع بدرجة عالية من السيولة، إذ أنها تمكن المتعاملين بها من

تحسين سيولتهم عن طريق بيع مراكزهم أو إلغائها بسهولة من خلال الدخول في مراكز مقابلة.

١-٥ أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من الأهمية التي تحظى بها عقود الخيارات المالية والتي تعد من أهم الابتكارات التي شهدتها الأسواق المالية في الربع الأخير من القرن العشرين، كما وتنبع من الأهمية المتزايدة التي حظيت بها المشتقات المالية، لما تؤديه من دور فعال في إدارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من جانب وتحسين سيولة المتعاملين بها من جانب آخر. لذلك أصبح من الضروري التعرف على عقود الخيارات المالية ودورها في تطوير بورصة عمان ومقابلة احتياجات المستثمرين المتمثلة في التحوط ضد مخاطر الاستثمار وتحسين مستوى السيولة، **لذا فإن أهمية الدراسة تتلخص في:**

١- يمكن أن تسهم نتائج الدراسة في زيادة الثقافة الاستثمارية لدى المتعاملين في البورصة ليكونوا مستثمرين فاعلين في الإقتصاد الوطني.

٢- دعم الدراسات التطبيقية في مجال المشتقات المالية المرتبطة ببورصة عمان.

٣- بحسب علم الباحثين قد تكون هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي قامت بتسليط الضوء على موضوع عقود الخيارات في بورصة عمان للأوراق المالية.

١-٦ أهداف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى:

١- التعرف على دور عقود الخيارات في تلبية احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية؟

٢- قياس العلاقة بين عقود الخيارات وبين التحوط ضد مخاطر الاستثمار في بورصة عمان للأوراق المالية؟

٣- قياس العلاقة بين عقود الخيارات وبين تحسين مستوى سيولة المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية؟

المبحث الثاني

الإطار النظري للدراسة

٢-١ مفهوم وأهمية عقود الخيارات:

يعرف عقد الخيار على أنه عقد بين طرفين (حامل و محرر) يعطي لحامله الحق بشراء أو بيع أصل معين (ورقة مالية، سلع ثمينة أو أساسية، عملات أجنبية)، بسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ وضمن وقت محدد يتم الاتفاق عليه لحظة التعاقد، كما وان قيام المشتري بشراء الحق يمنحه حرية التنفيذ من عدمه وذلك بحسب رغبته ولكن يتطلب ذلك بالمقابل قيامه في لحظة التعاقد بدفع أجور للمحرر تسمى بالعلاوة، والتي تعد بمثابة سعراً للخيار ولكن لا تعتبر جزءاً من قيمة الصفقة. إن التعامل بعقود الخيارات على العكس من الاستثمار في الأسهم حيث لا يحصل حامل الخيار على أية توزيعات نقدية من المنشاة المصدرة للسهم، وكما لا يحق له أيضاً بالتصويت لأعضاء مجلس الإدارة إلا إذا قام بتنفيذ الحق (حق الشراء)، (علي وهناء، ٢٠١٢، ص١٩).

٢-٢ أنواع عقود الخيارات

تقسم عقود الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين أساسيين وهما كالآتي:

أولاً: خيارات الشراء

تعد خيارات الشراء من أكثر أنواع الخيارات شيوعاً، ويعرف خيار الشراء على أنه عقد بين طرفين (مشترٍ و محرر) إذ يمنح للمشتري الحق وليس الالتزام بشراء الأصل المتعاقد عليه، على أساس سعر محدد

وبتاريخ انتهاء معين يتم الاتفاق عليهما لحظة التعاقد. ومن المفترض على محرر الخيار ضمن هذا النوع من الخيارات الالتزام بتسليم الأصل أو الأداة محل التعاقد لحامل الحق، إلا إذا رغب الأخير في غبر ذلك. يكتسب المشتري ذلك الحق عن طريق دفعه إلى المحرر تعويضاً (علاوة) لقاء ذلك. ويشير (Mcmillan, ٢٠٠٢, p.٢) إلى وجود علاقة طردية ما بين سعر خيار الشراء وسعر الأصل محل التعاقد. ويقسم التعامل بخيارات الشراء إلى إستراتيجيتين: شراء خيار الشراء call option buy و شراء خيار البيع put option buy (شكري وعوض، ٢٠٠٤، ص٣٣١ ؛ Ianieri,٢٠٠٩,p.١٥).

ثانيا: خيارات البيع

تعرف خيارات البيع على أنها عقد بين طرفين (مشترٍ ومحرر) يعطى للمشتري الحق وليس الالتزام في بيع الأصل المتعاقد عليه بسعر محدد وخلال مدة محددة يتفق عليهما في لحظة التعاقد، وعلى أن يتم التنفيذ في تاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الأوروبي او خلال فترة سريان العقد وفقا للخيار الأمريكي. وهنا يتوجب على محرر الخيار الالتزام بشراء الأصل أو الأداة محل التعاقد من المشتري إلا إذا ما رغب الأخير بغير ذلك، ويكتسب المشتري ذلك الحق عن طريق دفعه للمحرر تعويضاً (العلاوة) لقاء ذلك. ويضيف (Mcmillan, ٢٠٠٢, p.٢)، إلى وجود علاقة عكسية ما بين سعر خيار البيع وسعر الأصل محل التعاقد. يعد خيار البيع مركزاً قصير الأجل بالنسبة لمحرر الخيار إذ يمكنه من جني العوائد في حالة صعود أو انخفاض السعر السوقي للأصل (الورقة المالية) ليصبح أعلى أو مساوياً للسعر الذي تم التنفيذ على أساسه زائداً العلاوة (سعر التعادل)

وعليه يمكن اعتبار رغبة المحرر في الحصول على مبلغ مضمون (العلاوة) بمثابة السبب الرئيس الذي يدفعه إلى تحرير الحق. ويقسم التعامل بخيارات البيع إلى إستراتيجيتين: بيع حق ممارسة الشراء Call option sell وبيع حق ممارسة البيع Put option sell. (شكري وعوض، ٢٠٠٤، ص٣٣١-٣٣٢؛ Ianieri, ٢٠٠٩, p.١٧).

٢-٣ سمات التعامل في أسواق الخيارات

١- سمة إدارة المخاطر:

إن الغرض الأساسي من وراء التعامل بالخيارات هو إدارة المخاطر ولاسيما التحوط ضد المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى راغبة في ذلك. لقد تبلور هذا المفهوم بعد أن أصبح متاحا أمام المدراء الماليين عموماً ومدراء المحافظ الاستثمارية على وجه التحديد، حيث يوجد العديد من الطرق لتخفيض أو إزالة المخاطر، سواء أكانت مخاطر متعلقة بأسعار الأسهم أو بمعدلات أسعار الفائدة أو معدلات الصرف الأجنبي أو حتى تقلب أسعار السلع.

فمثلاً إن لم يكن المستثمر قادراً على تحمل أي نوع من أنواع المخاطر السابقة فيمكنه نقلها إلى الأطراف التي تكون مستعدة لتحملها ولكن ذلك مقابل ثمن محدد (العلاوة)، (علي، ٢٠١٢، ص٨٢).

٢- سمة الرفع المالي:

يتم التعامل في أسواق الخيارات على الإفادة من فكرة الرفع المتعارف عليها في الإدارة المالية، وهي فكرة لها ميزاتها التي تتمثل في إمكانية

إنشاء صفقات مالية كبيرة الحجم بهوامش قليلة يتم دفعها فقط لأغراض التعاقد، كما ولها عيوبها المتمثلة في إحداث تذبذب كبير في العائد المتولد من الاستثمار. (هندي، ١٩٩٧، ص٥٧١).

٢-٤ كيفية تسعير الخيارات:

على الرغم من المعادلات الرياضية المعقدة لتحديد أسعار الخيارات، إلا أن عملية تسعير الخيارات في الحقيقة لا تتصف بذلك القدر من التعقيد الذي تتصف به تلك المعادلات، لكونها تشتق أسعارها من أسعار الأصول التي يتم التعاقد عليها، إذ يتم تحديد قيم الخيارات بوساطة تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، ولكون العرض والطلب المحدد الرئيس لأسعار الأصول المتداولة في السوق ففي النهاية إن هذا التداول يعكس أسعار تلك الخيارات وذلك لاعتمادها على أسعار الأصول الأساسية المتداولة في السوق.

توجد هنالك عدد من شركات الخدمات الاستشارية تدعي بانها قادرة على تحديد الأسعار المبالغ فيها للخيارات وكذلك المتدنية أيضاً، حيث إنه في حال وأن كانت الأسعار مقومة بأقل من قيمتها تعتبر عملية الشراء مجدية جداً وهذا ما يجعل المشترين يسرعون في عمليات الشراء بهدف إرغام السعر على الصعود ليصل إلى سعر التوازن والعكس صحيح (العبادي، ٢٠٠٨، ص١٩٩؛ Mcmillan, ٢٠٠٢, p.٤).يتبين مما سبق بأن آلية السوق تلعب دوراً هاماً في تسعير الخيارات خلال المدة الممتدة بين تاريخ التعاقد وتاريخ التنفيذ، إذ يمتلك الخيار قيمتين وهما:

١- القيمة الحقيقية: وهي عبارة عن القيمة التي يتم الحصول عليها إذا تم تنفيذ الخيار في نهاية مدة الاستحقاق بالنسبة للخيار الأوروبي وخلال

الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد لغاية تاريخ الانتهاء بالنسبة للخيار الأمريكي، وتكون ذات قيمة عندما يكون السعر السوقي للأصل أعلى من سعر التنفيذ في حالة خيار الشراء وأقل منه بالنسبة لخيار البيع وهذا ما يطلق عليه (In-the-money-option)وقد يمثل الفرق بين السعرين مقدار الربح، وتساوي القيمة الحقيقية صفراً عندما يكون السعر السوقي للأصل أقل من سعر التنفيذ في حالة خيار الشراء وأعلى منه في حالة خيار البيع وهذا ما يطلق عليه (Out of- the money option) وقد يمثل الفرق مقدار خسارة مشتري الخيار (العبادي، ٢٠٠٨، ص١٩٩؛ Mcmillan, ٢٠٠٢, p.٤).

٢- القيمة الزمنية: تتكون قيمة حق الخيار (العلاوة) من مجموع القيمة الحقيقية والقيمة الزمنية (قيمة الخيار= القيمة الحقيقية + القيمة الزمنية)، وبناءً عليه تتكون القيمة الزمنية لحق الخيار من الفرق بين القيمة الحقيقية وقيمة الخيار (القيمة الزمنية = قيمة الخيار– القيمة الحقيقية)، وفي لحظة التعاقد تكون هذه القيمة في أعلى مستوى لها وقد تتناقص تدريجيا لتصل إلى قيمة (In-the-money option) أو الى أدنى مستوى لها (صفر) إذا كانت (Out-of-the money option) في تاريخ الانتهاء، وتعبر القيمة الزمنية عن احتمال حدوث تغيرات إيجابية في سعر الأصل بالنسبة لصاحب العقد بحيث تمكنه من تحقيق أرباح أعلى لغاية اليوم الأخير لمدة نفاذ العقد وعليه فان سعر الخيار عبارة عن مجموع القيمة الحقيقية والزمنية له (عوض وشكري، ٢٠٠٤، ص٣٣٦؛ العبادي، ٢٠٠٨، ص١٩٩؛ Mcmillan, ٢٠٠٢,p. ٤).

٢-٥ الإستراتيجيات المتقدمة للتحوط ضد المخاطر The Advanced strategies of hedging against the risks

هنالك عدد من الإستراتيجيات التي يستخدمها المتعاملون في أسواق الخيارات للتحوط ضد المخاطر، وسيتم في هذا المبحث التحدث عن الإستراتيجيات القائمة على خيار واحد، وهي كالآتي (علي، ٢٠١٢، ص٦٦-٦٨): تتم دراسة الاستراتيجيات التي تقوم على خيار واحد من خلال دوافع المشترين، حيث يملك المستثمرون العديد من دوافع شراء خيارات الشراء و خيارات البيع، وهي كالآتي:

دوافع شراء خيار الشراء:

يعتبر دافع التحوط ضد المخاطر من أهم الدوافع التي تحفز المشتري على شراء خيار الشراء، حيث يلجأ المشتري إلى التعامل بالخيارات خوفاً من تعرضه إلى المخاطر في حال وان قام بشراء الأسهم من السوق الحاضر وانخفضت قيمتها السوقية، فلذا يجد أنه من الأنسب له أن يقوم بشراء خيار شراء من سوق الخيار بدلاً من شراء السهم من السوق الحاضر. ويترتب على هذا القرار في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم أن مشتري الخيار سوف يربح بقيمة الارتفاع في سعر الأسهم ناقصاً منه مقدار العلاوة التي سبق له وأن دفعها إلى المحرر.

دوافع شراء خيار البيع

يعتبر دافع التحوط ضد مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأسهم يمتكلها المستثمر من أهم دوافع شراء خيار البيع. حيث يقوم المستثمر بشراء خيار بيع بهدف التخلص من المخاطر الخاصة بالشركة التي يمتلك من أسهمها، وتكون هذه المخاطر ناجمة عن انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة

وبسببها قد يتعرض المستثمر إلى الخسارة، وتعرف تلك المخاطر بالمخاطر غير المنتظمة.

فمثلاً إذا خشي المساهم في تلك الشركة تعرضها إلى مخاطر من الممكن أن تؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمها فعندها يستطيع المستثمر التخفيف من حدة تلك المخاطر عن طريق التنويع، ولكن لا يمكنه ذلك إذا كانت موارده المالية المتاحة قليلة، فعندها يكون شراء خيار بيع لتغطية مركزه هو من بين البدائل المتاحة له. فإذا كان سعر التنفيذ في عقد الخيار مساوياً للقيمة السوقية التي اشترى فيها السهم، فإذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ حينئذ يقوم مشتري الخيار بتنفيذ العقد أي بيع السهم بسعر التنفيذ المتفق عليه، أما في حال وأن ارتفع سعر سهم الشركة فهنا لن يكون المستثمر بحاجة إلى تنفيذ الخيار ويكون بذلك قد حدد خسارته بمقدار قيمة العلاوة، كما أنه بذلك يحقق إرباحاً تتمثل في قيمة الفرق بين سعر شراء السهم وقيمته السوقية التي ارتفعت، وبذلك يكون المستثمر قد واجه المخاطر غير المنتظمة التي كان من الممكن أن يتعرض إليها. أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة التي تصيب أسهم الشركات المدرجة فلا يمكن مواجهتها بعقد خيار على سهم معين بل ينبغي التعامل في عقود خيار على مؤشرات السوق حيث إن تلك المؤشرات تعكس حالة السوق، فإستراتيجية التغطية من خلال تلك المؤشرات كفيلة بالتغلب على المخاطر المنتظمة.

٢-٦ الموقف الشرعي الإسلامي للمشتقات المالية وعقود الخيارات:

بعد التعرف على عقود الخيارات وكيفية تجنب مخاطر من وجهة نظر رجال المال والأعمال فإن علماء الدين الإسلامي والفقهاء الشرعيين، يملكون وجهة نظر مغايرة تماماً لتلك التي يملكها هؤلاء حيث عرف

الفقهاء عقد الخيار على أنه عبارة عن عقد يمنح كلا الطرفين حق التنفيذ أو عدمه، كما اختلفوا بالرأي أيضاً من خلال الإشارة إلى المخاطر الفادحة التي تنجم عن طريق التعامل بهذه المشتقات في حال وأن تم التعامل بها من منظور غير إسلامي وذلك للأسباب التالية (سودة، ٢٠٠٦، ص٢١٩-٢٢٠):

١- إن العقود الآجلة التي تجري في غالبها لا تعتبر بيعاً حقيقياً ولا شراءً حقيقياً لأنه لا يجري التقابض بين طرفي العقد، فيما يشترط التقابض في العوضين أو في أحدهما شرعاً.

٢- أن البائع يبيع غالباً ما لا يملك من عملات أو أسهم، قروض أو بضائع على أمل شرائه من السوق أو تسليمه في الموعد دون قبض الثمن عند التعاقد.

٣- تكرار البيع والشراء على الشيء ذاته قبل قبضه إلى أن تنتهي الصفقة إلى المشتري الأخير الذي قد يريد أن يتسلم المبيع من البائع الأول والذي يكون قد باع ما لا يملك أو أن يحاسبه على فرق السعر في موعد التنفيذ.

الخيارات وبدائلها الشرعية (خيار الشرط – العربون)

قد تقوم الخيارات على الإعتياض عن إعطاء حق الشراء أو حق البيع وهي حقوق غير مالية، ولا تجيز الشريعة أن تكون محلاً للمبادلة الرضائية الحقيقية ولو اتجهت إليها إرادة بائع الخيار ومشتريه، فهذا الرضا لا قيمة له لأنه يفقد معنى المتاجرة، والآية الكريمة أخرجت من أكل المال بالباطل التجارة تراضٍ (أبو غدة، ٢٠٠٩، ص٧). وتشير(الحنيطي، ٢٠١١، ص١٤) إلى أن استعمال المشتقات تحت تقنين إسلامي وفق ضوابط وقواعد شرعية، يمكننا من الإفادة من المزايا

المتنوعة لهذه الأدوات ومنها: قدرة المشتقات المالية على نقل المخاطرة وبالتالي تحقيق الاستقرار. كما ويمكن لها أيضاً أن تحسن السيولة وبالتالي المركز المالي للمستثمرين وبتكاليف منخفضة. لقد أدت التفسيرات المختلفة للعقود والأدوات المالية المباحة شرعاً إلى اختلاف الرأي الفقهي حول المشتقات المالية، وهذا ما جعل العديد من المتعاملين في أسواق المال وصناع القرار يجهلون العديد من المشتقات ومعاملاتها مما يحول دون التوصل إلى فهم موضوعي لمزاياها وبالتالي عيوبها. حتى وإن كانت هذه الضوابط بمثابة درهم وقاية للبنوك الإسلامية من الأزمة المالية، فهناك القليل من الأدوات تدعم البنوك الإسلامية في محيط تغيرات وتقلبات وتحركات رؤوس الأموال، حيث تعتبر هذه الأدوات بمثابة البدائل الشرعية للمشتقات المالية المتبعة من قبل المؤسسات والبنوك الإسلامية.

البدائل الشرعية تتمثل في:

أ- خيار الشرط، أو ما يسمى في القوانين (الشرط الفاسخ) وذلك بأن يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الإست صناع) ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة وهذا يحقق مطلب التروي والتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها، وقد ذكر الفقهاء على أن لمن له خيار الشرط أن يعرض السلعة التي هي محل الخيار على طرف آخر، وان مجرد العرض لا يسقط خياره إلا إذا اقترن بالبيع للسلعة فحينئذ لتصحيح البيع يسقط الخيار (أبو غدة، ٢٠٠٩، ص٨).

ب- البيع مع العربون، وهو لا يخلو عن خيار للمشتري يعطيه حق الفسخ، ولكنه يخسر غالباً المبلغ المعجل (العربون) للتعويض على البائع الذي حبس سلعته من بيعها إلى الآخرين غير المشتري مع حق العربون.

والعربون يختلف عن هامش الجدية، فهذا الأخير يقع قبل العقد وهو أمانة لدى الحاصل عليه، ولا يستحق منه إلا مقدار الضرر، أما العربون فلا يكون إلا ضمن عقد، وهو جزء من ثمن السلعة وليس مقابل حق الفسخ، فإذا تنازل المشتري عن الحق اعتبر جزءاً فعليا من الثمن المطلوب تكملته، وإذا استخدم حقه في الفسخ خسر ذلك العربون واعتاض به البائع الذي عادت إليه السلعة، للبحث عن مشترٍ آخر. ومن شرط العربون تحديد المدة واحتفاظ البائع بمحل العقد الذي فيه عربون، فليس له التصرف فيه، كما أن حق العربون ليس قابلاً للتداول (المرجع السابق، ص٨).

ت- الإستصناع: يحل مشكلة وجود المعقود عليه وجهالة العمل، فيمكن أن ترتب عقود وصكوك وشهادات خاصة بالإستصناع في المستقبل.

ث- عقد السلم وبيع الأجل بالتقسيط يحلان مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقد الأول، وتأجيله المشروط وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني (الحنيطي،٢٠١١، ص١٤).

بورصة عمان :

تعتبر بورصة عمان امتداداً لسوق عمان المالي الذي تأسس سنة ١٩٧٦ بموجب القانون رقم (٣) من نفس السنة وقد تأسست البورصة سنة ١٩٩٩ استناداً إلى المادة رقم (٢٣) من القانون المؤقت رقم ٢٣ لعام ١٩٩٧ كمؤسسة مستقلة غير هادفة للربح وتتم إدارتها من قبل القطاع الخاص وصرح لها بالعمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وتدار البورصة من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وباقي الجهات الأخرى التي يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية والذين يشكلون

الهيئة العامة للبورصة. و تهدف البورصة إلى توفير بيئة استثمارية سليمة ومناسبة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول العادل إضافة إلى حماية المتعاملين في السوق، ومن أجل تحقيق ذلك فقد عملت البورصة على تطبيق الأنظمة والتعليمات التي تتماشى و المعايير الدولية، حيث قامت بتوفير أنظمة الكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة وكما قامت أيضاً بالإضافة إلى قيامها بمراقبة عمليات التداول في السوق والترتيب مع الهيئة من أجل متابعة تلك العمليات بتحديد معايير السلوك المهني لضمان إلتزام الأعضاء بمبادئ التداول السليم، ونشر المعلومات الصحيحة بشكل سريع لجميع المعنيين بنفس الوقت وذلك لتحقيق أكبر قدر ممكن من الكفاءة. تهتم البورصة بالمحافظة على علاقاتها التعاونية القائمة مع البورصات والجمعيات والمنظمات الدولية وعقد الاتفاقيات معها بالإضافة إلى مشاركتها الفعالة بالندوات والمؤتمرات العربية والعالمية، وتعتبر بورصة عمان عضواً فاعلاً في اتحاد البورصات العربية والأوروبية والأسيوية والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (بورصة عمان، معلومات السوق، سوق رأس المال، ٢٠١١).

المبحث الثاني

الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات باللغة العربية

استهدفت دراسة (جعفر، ٢٠٠٧) بيان مفهوم سوق المشتقات الماليزية وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية، حيث ركزت الدراسة على مناقشة أدوات المشتقات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة من (عقود المستقبليات وعقود الخيارات) ودور هذه المشتقات في تطوير الأسواق المالية. كما تطرقت الباحثة إلى دراسة الواقع الفعلي للعمليات في بورصة المشتقات الماليزية، وبيان الأحكام الشرعية في عقود المستقبليات وعقود الخيارات، والتكييف الفقهي لها ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية، حيث أن الباحثة توصلت إلى أن سوق المشتقات هي الوسيلة المستحدثة لتقليل المخاطرة في الاستثمار إضافة إلى أن عقود المستقبليات وعقود الخيارات تلعب دوراً هاماً في مجال التحوط من تقلبات أسعار الأوراق المالية. أوصت الدراسة بضرورة العمل على إيجاد سوق للمشتقات الإسلامية تحت سوق رأس المال الإسلامي التي تخضع إلى الرقابة الشرعية، من أجل تنقيتها من الأدوات المالية المحرمة، وذلك لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية وزيادة فعاليتها كما أكدت الباحثة على ضرورة الإفادة من جميع الإيجابيات التي توجد في سوق المشتقات وتطبيقها في الصناعة المالية الإسلامية.

استهدفت دراسة نصار (٢٠٠٦) الإجابة عن السؤال التالي: ما الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية؟ حيث إنها تناولت موضوع إدراج أدوات الهندسة المالية المتمثلة في إتباع أسلوب التمويل بالهامش

وإتباع أسلوب البيع على المكشوف وإدراج أوراق مالية مستحدثة في سوق فلسطين للأوراق المالية،

ولتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة بشكل أساسي على الدراسة الميدانية حيث تم توزيع استبانه على عينة من المستثمرين في قطاع غزة خلال الفترة الممتدة من (٢٠٠٦/٦/١١- ٦/٢٩/ ٢٠٠٦)، لغرض التعرف على تقييمهم لواقع اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، وتوصلت الدراسة إلى أنه هناك انخفاضاً كبيراً في حجم الأموال الموجهة للاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد أوصت الدراسة على حث مجالس إدارة الشركات المساهمة العامة على تفعيل الاهتمام بإستراتيجية التنويع في هيكل رأس المال، من خلال تطبيق آليات تمويل مستحدثة: أسهم ممتازة، البيع على المكشوف، مشتقات، كما شدد الباحث على ضرورة تنويع الأدوات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية وذلك بهدف جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع الاستثمارات الداخلية لتنشيط بورصة فلسطين للأوراق المالية.

استهدفت دراسة (قاسم ،٢٠٠٠) الكشف عن أثر هندسة السوق المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحافظ الإستثمارية. ولخدمة أغراض البحث، قام الباحث بصياغة مجموعة من الفرضيات: يوجد ارتباط معنوي بين أدوات الهندسة المالية وبناء المحافظ الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المنخفضة، والسيولة المناسبة، والتوزيع الفني والجغرافي، وملاءة عناصر وزيادة القيمة السوقية لمكوناتها، يرتبط بناء المحافظ الاستثمارية بعلاقة معنوية مع استخدام أنظمة تكنولوجيا المعلومات في الأسواق المالية، هنالك تأثير معنوي لأدوات الهندسة المالية في بناء المحافظ الاستثمارية، هناك تأثير لتكنولوجيا المعلومات في بناء وتشكيل المحافظ الاستثمارية. وبعد صياغة تلك الفرضيات لجأ الباحث إلى

استعمال عددا من الأساليب الإحصائية في اختبارها، وقد اجتازت جميعها الاختبار الإحصائي، وكشفت عن درجة الارتباط العالية بين استعمال أدوات الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحافظ الاستثمارية. ونتيجةً لتطابق نتائج الدراسة مع الفرضيات، توصلت الدراسة إلى أهمية استخدام منتجات الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات، كما أكدت الدراسة ضرورة التحفظ على التسرع في استعمال هذه المنتجات نظرا للمخاطر الهائلة التي شهدتها تجارب تطبيق هذه المنتجات في كثير من أسواق العالم المتقدمة والناشئة، كما ركز الباحث على ضرورة التوسع في الدراسات العملية والميدانية المتخصصة لهذه الأدوات والتدرج في استخدامها بوعي عالٍ وخبرة متكاملة وإعطاء الأولوية لاستعمال هذه المنتجات في السوق الأولية أكثر منها في الأسواق الثانوية.

ثانياً: الدراسات باللغة الانجليزية:

بحثت دراسة (Tang and Wang, ٢٠٠٩) بشكلٍ رئيس في تطبيق نظرية المشتقات المالية من أجل التخفيف من حدة المشاكل التمويلية التي تواجه المشاريع الصناعية العاملة في الصين، وقد بينت الدراسة أن المشتقات المالية تعتبر أدوات فعالة لحل مشاكل التمويل التي تواجهها المشاريع، حيث إنها تستطيع أن توسع مصادر التمويل للمشاريع و كما أنها تساعدها على تخفيض كلف التمويل وتمكنها من اختيار فرص التمويل التي تتناسب وخططها الاستثمارية، كما توصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية (عقود خيارات، مستقبلية، مبادلة، أجلة) تساعد المشاريع على السيطرة على كلف التمويل وتخفيض المخاطر بحيث أنها تعمل على عزل المخاطر المتوقعة ومن ثم إدارتها بشكل منفرد. وقد أوصى الباحث

انه بضرورة استخدام المشاريع الصناعية أدوات الهندسة المالية (عقود خيارات، مستقبليات، آجلة، مبادلة) وذلك من أجل تحقيق أهدافها المرجوة على أفضل وجه.

استهدفت دراسة (Anuradh & Runa, ٢٠٠٨) التعرف على البدائل المختلفة المستخدمة من قبل الشركات الهندية لأغراض التحوط ضد المخاطر المالية ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، ركزت الدراسة على البحث في واقع الأدوات المستخدمة من قبل بعض الشركات الرئيسة في مدينة كانبور الهندية ،و توصلت الدراسة إلى أن معظم الشركات عينة الدراسة تستخدم العقود الآجلة وعقود الخيارات كأدوات تحوط في الأجل القصير، و عقود المبادلات لغرض التحوط في الأجل الطويل، إضافة إلى أن معظم الشركات لجأت إلى التعامل بالمشتقات المالية نتيجة لزيادة التذبذبات الحاصلة في أسعار صرف العملات، كما أشارت الدراسة إلى أن العقود الآجلة وعقود المبادلات يعتبران أدوات فعالة في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفوائد. وقد أوصى الباحث بضرورة استخدام الأدوات المشتقة، وذلك نتيجة لدورها الفعال في التحوط ضد المخاطر.

استهدفت دراسة (Spyridon, ٢٠٠٨) التعرف على مدى استخدام الشركات غير المالية في اليونان لعقود المشتقات المالية في عملية إدارة المخاطر، وقد قام الباحث بتصميم استبانه وقد تم توزيعها على عينة مكونة من ١١٠ شركات غير مالية، ومن ثم قام بمقارنة نتائج الدراسة بنتائج دراسة مسحية سابقة، حيث وجد الباحث أنه ٣٣.٩% من الشركات غير المالية تستخدم المشتقات لأغراض إدارة المخاطر كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن المنشآت غير المالية تستخدم طرقاً متطورة لتقييم المخاطر وإدارتها حيث إنها لا تستخدم المشتقات المالية لأغراض المضاربة وذلك

لأن بيئة الاقتصاد اليوناني غير ملائمة لاستخدام المشتقات لأغراض المضاربة، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات صغيرة الحجم لا تستخدم المشتقات المالية و يعزى السبب في ذلك إلى عدم تعرضها إلى مخاطر كبيرة مثل المخاطر التي تواجه الشركات كبيرة الحجم، بالرغم من أن المشتقات المالية غير مستخدمة بشكل واسع من قبل المنشآت المحلية إلا أن الدراسة لاحظت أنه يوجد هنالك إقبال كبير من قبل الشركات الكبيرة الحجم على المشتقات المالية حيث إنها تستخدمها لأغراض إدارة المخاطر الناتجة عن تقلب أسعار الفوائد وأسعار صرف العملات الأجنبية. وأكدت الدراسة على ضرورة استخدام المشتقات المالية فقط لأغراض التحوط ضد المخاطر وذلك بهدف زيادة الاستثمار والتي من شأنها تنعكس وبشكل ايجابي على الاقتصاد المحلي.

استهدفت دراسة (Abbey, ٢٠٠٧) التعرف على دواعي المشتقات المالية (عقود مستقبلية وعقود خيارات) والآليات المتبعة من قبل شركات الطيران، كما تعمدت الدراسة للكشف عن طبيعة العلاقة بين استخدام المشتقات المالية وبين مستوى الأرباح (عوائد الاستثمار)، وبين مستوى المطلوبات، وبين مقدار الضريبة، وبين الرواتب العالية، حيث وضعت الدراسة ٤ فرضيات وتم اختبارها بوساطة تحليل الانحدار واختبار مربع كاي، وبعد الاختبار توصل الباحث إلى أنه توجد علاقة ايجابية بين استخدام المشتقات المالية وبين (حجم المطلوبات العالي، والرواتب التنفيذية العالية، والأرباح العالية ومقدار الضريبة)، كما توصل الباحث إلى أن السبب الرئيس للتعامل بالمشتقات المالية من قبل شركات الطيران هو التحوط ضد مخاطر تقلبات السوق والتقليل من حدتها، كما أشار الباحث إلى أن شركات الطيران تقوم بالتحوط من خلال نوعين رئيسيين، الأول: التحوط الطويل: تستخدمه شركات الطيران عندما تكون بحاجة لشراء عقد مستقبلي (مثل حاجتها للوقود)، والنوع الثاني: تلجأ لاستخدامه

عندما تكون بحاجة إلى بيع شيء معين بهدف تغطية مخاطر يمكن أن تتعرض لها في المستقبل (مثل بيعها لعملتها المحلية من أجل شراء عملة أخرى بعقد مستقبلي)، كما عزا الباحث سبب الاستخدام السيئ للمشتقات من قبل المتحوطين هو عدم اختيارهم نوع التحوط الذي يتلاءم واحتياجاتهم، وفي نهاية البحث عبر الباحث عن تقديره لقيمة هذه الأدوات لشركات الطيران.

استهدفت دراسة (Cruz and Guedira, ٢٠٠٦) التعرف على واقع السوق المالي في المغرب وعلى مدى حاجة الشركات الرئيسة المدرجة في السوق إلى التعامل بأدوات المشتقات المالية فيما بينها في السوق المغربي وذلك من أجل التحوط ضد المخاطر وتعظيم عوائد الاستثمار، حيث تم تصميم استبانه مكونة من خمس فقرات رئيسة وقد تم توزيعها على الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالي المغربي، حيث توصلت الدراسة إلى أن ٨٨% من الشركات الصناعية المدرجة في السوق عبرت عن حاجتها الضرورية للتعامل بالمشتقات المالية وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفوائد وأسعار الأصول، ولكن بالرغم من حاجة تلك الشركات إلى التعامل بالمشتقات المالية إلا أنها رفضت في نفس الوقت التعامل بمنتجات الفانيلا حيث أنها وصفت ذلك النوع من المشتقات بأنه الأكثر خطورة وذلك لكون السوق المغربي لا يمتلك الخبرات الكافية حول آليات التعامل بالمشتقات المالية. وأوصت الدراسة بضرورة اهتمام المغرب بتطوير علاقاته الدولية، وتبني عقود المشتقات المالية، وذلك لما لها من منافع عديدة حيث إنها تسهم في تطور شراكة المغرب مع الدول الأخرى وتسهل عمليات تحرك رأس المال. كما أن الدراسة أوصت بضرورة تقييم وتصميم عقود المشتقات التي تتلاءم مع احتياجات السوق وتشريعاته.

استهدفت دراسة (Smithson & Dwilford, ٢٠٠٣) التعرف على مدى إسهام المشتقات المالية في إدارة المخاطر الناتجة عن تقلب أسعار صرف العملات التي تواجه شركات الاتصالات العالمية، حيث قام الباحث بجمع البيانات المتعلقة بالدراسة من خلال تحليل التقارير السنوية لعشر شركات اتصال في بريطانيا، حيث وصف الباحث بأن المنهجية المتبعة في هذا البحث قد قللت من مخاطر عدم الاستجابة من تلك الشركات. وتوصلت الدراسة إلى أن العقود الآجلة هي الأداة الأكثر استخداما من قبل الشركات عينة الدراسة وذلك لما تقوم به من دور فعال في إدارة مخاطر تقلب أسعار صرف العملات، كما أكد الباحث على ضرورة استخدام المشتقات المالية من قبل شركات الإتصال البريطانية وذلك لما تؤديه من دور هام في التحوط ضد مخاطر تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفوائد، وكما تعتبر عقود المبادلة أداة فعالة في التحوط ضد المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار العملات. وأشار الباحث إلى أنه لا توجد أية شركة من شركات عينة الدراسة تقوم باستخدام المشتقات المالية لأغراض المضاربة، وإنما تستخدمها فقط لإدارة المخاطر المالية، كما بينت الدراسة إلى أن الشركات صغيرة الحجم لا تستخدم مثل هذه الأدوات في إدارة مخاطرها، بينما أظهرت أنه ٨٥% من الشركات عينة الدراسة تستخدم على الأقل نوعاً واحداً من المشتقات المالية.

استهدفت دراسة (Cummins, ١٩٩٦) التعرف على مدى إفادة شركات التأمين الأمريكية من جراء استخدام عقود المشتقات المالية، وما الدوافع وراء استخدامها لتلك العقود، لقد أجريت الدراسة على شركات التأمين على الحياة وشركات التأمين ضد المخاطر، حيث تم التعرف على جميع المعاملات التي تتم عن طريق عقود المشتقات حيث قام الباحث بجمع معلومات بخصوص عدد الشركات المستخدمة لهذه العقود وما أحجام المعاملات التي تتم من خلالها، وبعد ذلك قام الباحث بإجراء تحليل

إحصائي للمعلومات التي جمعها وبعد التحليل توصل الباحث إلى أن الدوافع الرئيسة وراء تعامل شركات التأمين بالمشتقات المالية هو إدارة المخاطر، ومن ثم قام الباحث بالمقارنة فيما بين شركات التأمين على الحياة وشركات التأمين ضد المخاطر وبعد المقارنة توصل الباحث إلى أن نسبة استخدام المشتقات المالية من قبل شركات التأمين على الحياة أكبر منها في شركات التأمين الأخرى والسبب في ذلك هو أن شركات التأمين على الحياة تواجه مخاطر أكثر من غيرها، ومن خلال البيانات الخاصة بالمعاملات التي تتم بوساطة عقود المشتقات، توصل الباحث إلى أن أكثر أنواع العقود استخداما من قبل شركات التأمين بشقيها هي (عقود المبادلة وعقود المستقبليات) ويعزى السبب في ذلك إلى الدور الفعال الذي تلعبه تلك العقود في إدارة مخاطر تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفوائد وبنفس الوقت توصل الباحث إلى أنه بالرغم من أن شركات التأمين على الحياة تستخدم عقود المبادلة وعقود المستقبليات إلا أنها تستخدم وبشكل كبير العقود الآجلة وتفضلها على ما سبق من العقود والسبب في ذلك يعزى إلى أن الأنشطة والدفعات التي تقوم بها شركات التأمين على الحياة هي بطبيعتها أنشطة بعيدة المدى.

دراسة أجراها (Thorbccke, ١٩٩٥) على الشركات المالية وغير المالية والبلديات اليابانية سنة (١٩٩٤-١٩٩٥) وذلك بهدف التعرف على مخاطر ومنافع المشتقات المالية بالنسبة لتلك الشركات، كما أنه يبحث عن السياسات التي تستطيع الحفاظ على هذه المنافع والسيطرة على المخاطر بنفس الوقت، حيث أن الباحث توصل إلى أن المشتقات المالية تعتبر أدوات فعالة في التحوط ضد مخاطر السوق، و تساعد على تعظيم قيمة الشركات وتحسين كفاءة مؤشرات الأسعار في السوق المالي، كما أنها تمثل تطورات تكنولوجية ذات فائدة عالية بالنسبة للاقتصاد.

حيث أكدت الدراسة على ضرورة إتباع السياسات والتوصيات التالية، وذلك بهدف الإفادة من منافعها وحصر مخاطرها. وأوصى الباحث بضرورة وجود تشريعات شديدة للشركات المالية وغير المالية والمتعاملين الآخرين في سوق المشتقات، كما يتطلب من جميع المشتركين في سوق المشتقات الإفصاح في تقاريرهم السنوية وعن مدى فهمهم لكل عقد قاموا به، كما أكد الباحث على ضرورة تحسين الإطار المحاسبي المستخدم للكشف عن معاملات المشتقات وكذلك بين التجار والمستخدمين النهائيين.

ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تأتي هذه الدراسة استكمالاً للدراسات السابقة التي تناولت موضوع المشتقات المالية في بورصات المال في مختلف بلدان العالم، وما تتميز به هذه الدراسة عن باقي الدراسات حيث إن هذه الدراسة هي الأولى التي ركزت على موضوع عقود الخيارات في بورصة عمان للأوراق المالية حيث إنها تبحث في دور عقود الخيارات في التحوط ضد مخاطر الاستثمار وتحسين مستوى سيولة المستثمرين في البورصة.

المبحث الثالث

منهجية وعينة الدراسة

أولاً: منهجية الدراسة:

- اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم تصميم إستبانه و توزيعها على مديري شركات الوساطة المالية العاملة في بورصة عمان للأوراق المالية والبالغ عددها ٥٩ شركة وساطة مالية.

ثانياً: مجتمع الدراسة و العينة:

- يشتمل مجتمع الدراسة على شركات الوساطة المالية المرخصة من قبل بورصة عمان للأوراق المالية والبالغ عددها الكلي (٦٦) شركة وساطة مالية. أما عينة الدراسة فإنها تتكون من جميع مديري شركات الوساطة المالية المرخصة من قبل البورصة والبالغ عددهم (٥٩) مديراً عامً، إذ تم استثناء ٧ شركات من عينة الدراسة بسبب تعليق أعمالها وتقييد نشاطها من قبل هيئة الأوراق المالية للعام ٢٠١٢.

ثالثاً: أدوات جمع البيانات:

١- المصادر الثانوية: اعتمدت الدراسة على المصادر الثانوية، المتمثلة في الكتب والدوريات، والشبكة العنكبوتية، والأدبيات السابقة التي تبحث في صلب الموضوع، وذلك بهدف تحديد الإطار النظري للدراسة.

٢- المصادر الأولية: تم الإعتماد على أداتين أساسيتين هما:

أ- المقابلة الشخصية: حيث قام الباحث بإجراء عدداً من المقابلات مع مجموعة من المستثمرين و شركات الوساطة المالية المرخصة، وذلك بغرض الإحاطة بجوانب وحدود المشكلة موضوع الدراسة.

الإستبانه: للحصول على البيانات من عينة الدراسة لقد تم استخدام الاستبانه كأداة رئيسة وذلك لملاءمتها لهذا النوع من الدراسات. تم توزيع ٥٩ استبانه على مفردات عينة الدراسة البالغ عددهم ٥٩ مديراً، وقد تم استرجاع ٤٦ أي ما نسبته ٧٨% تقريبا من العدد الكلي للإستبانات، وتعتبر هذه النسبة جيدة إذ إنه من الممكن الاعتماد عليها في تعميم نتائج الدراسة في المجتمع الأردني.

رابعاً: الأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار الفرضيات:

- استخدم الباحثان الأساليب الإحصائية الملائمة لاختبار فرضيات الدراسة معتمداً على برمجيات (SPSS)، وهي:

تم استخدام معامل "كرونباخ الفا " لاختبار درجة الاتساق والثبات لإجابات العينة عن فقرات الإستبانه.

تم استخدام One Sample T-test لاختبار العلاقة ما بين عقود الخيارات و احتياجات المستثمرين.

تم استخدام Paired- Sample T-test لإيجاد مدى دلالة الفروق ومعنوياتها بين الأبعاد.

تم استخدام مقاييس النزعة المركزية "الوسط الحسابي" ومقاييس التشتت "والانحراف المعياري"لتحليل البيانات العامة لعينة الدراسة.

خامساً: حدود الدراسة:

نظراً للبنية التحتية لبورصة عمان وما يلائمها من تطبيق للمشتقات المالية فقد اقتصرت الدراسة بالكشف عن دور عقود الخيارات في التحوط ضد مخاطر الاستثمار وتحسين مستوى سيولة المستثمرين في البورصة.

نتائج الدراسة واختبار الفرضيات:

أولاً: تحليل نتائج الإحصاء الوصفي لإجابات العينة

١-الفرضية الفرعية الأولى:

جدول رقم (١): يبين إجابات عينة الدراسة عن دور عقود الخيارات في التحوط ضد مخاطر الاستثمار.

الفقرة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة
الأولى	٤.٠٨٧٠	.٤١٢٣٧	١
الثانية	٣.٧٨٢٦	.٨٤٠٩٨	٥
الثالثة	٣.٨٢٦١	.٨٧٦٩٧	٤
الرابعة	٣.٤٧٨٣	.٩٨٢٩٥	٨
الخامسة	٣.٨٦٩٦	.٦١٨٥٥	٢
السادسة	٣.٦٥٢٢	.٧٦٦٤٥	٧
السابعة	٣.٧٣٩١	.٨٠٠٩٧	٦
الثامنة	٣.٨٦٩٦	.٩٠٩٤٢	٣
المتوسط العام	٣.٧٨٨٠	.٤٦٩٠٩	

نلاحظ أن اتجاهات العينة إيجابية نحو الفقرات أعلاه وذلك لأن متوسطاتها الحسابية أكبر من متوسط أداة القياس (٣) حيث بلغ المتوسط العام (٣.٧٨٨) وهو أعلى من متوسط أداة القياس. تبين أن الفقرة الأولى (تعمل عقود الخيارات المالية على توزيع المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية وإدارة كل نوعٍ منها على حدة)

هي أكثر الفقرات موافقة بمتوسط حسابي (٤.٠٨٧٠) بينما كانت الفقرة الرابعة (توفر عقود الخيارات المالية للمستثمرين ميزة التحوط من خلال حرية التنفيذ في حال وأن كانوا مالكين لحق الخيار) هي أقل الفقرات موافقة حيث بلغ متوسطها الحسابي (٣.٤٧٨٣).

٢) الفرضية الفرعية الثانية:

جدول رقم (٢): يبين إجابات عينة الدراسة عن دور عقود الخيارات في تحسين مستوى سيولة المستثمرين.

الفقرة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة
التاسعة	٣.٨٦٩٦	.٦٨٦٦٦	٢
العاشرة	٣.٧٣٩١	.٦١٢٢٧	٤
االحادية عشر	٣.٧٣٩١	.٤٤٣٩٦	٣
الثانية عشر	٣.٦٥٢٢	.٨٢٢٣٩	٦
الثالثة عشر	٣.٤٧٨٣	.٩٣٦٦٤	٧
الرابعة عشر	٤.٠٤٣٥	.٦٩٧٨٢	١
الخامسة عشر	٣.٧٣٩١	.٦٨١٠١	٥
المتوسط العام	٣.٧٥١٦	.٣٤٩١٩	

نلاحظ أن اتجاهات العينة إيجابية نحو الفقرات أعلاه وذلك لأن متوسطاتها الحسابية أكبر من متوسط أداة القياس (٣) حيث بلغ المتوسط العام (٣.٧٥١٦) وهو أعلى من متوسط أداة القياس. تبين أن الفقرة الرابعة عشر (تساعد عقود الخيارات المالية المستثمرين في تحسين سيولتهم نتيجةً لوجود صناع سوق في البورصة) هي أكثر الفقرات موافقة بمتوسط حسابي (٤.٠٤٣٥) بينما كانت الفقرة الثالثة عشر(تساعد عقود الخيارات المالية على تحسين نسبة السيولة للمستثمرين نتيجةً لتنوع الأدوات المالية المتعامل بها) هي أقل الفقرات موافقة حيث بلغ متوسطها الحسابي (٣.٤٧٨٣).

ثانياً: اختبار الفرضيات :

١. اختبار كرونباخ آلفا:

لقد تم استخدام اختبار (كرونباخ آلفا) لقياس مدى ثبات أداة القياس حيث بلغت قيمة آلفا (٨٠%) وهي نسبة ممتازة كونها أعلى من نسبة القبول (٦٠٪).

جدول رقم (٣): يبين تحليل اختبار الثبات لأداة القياس (كرونباخ آلفا).

الفرضية	كرونباخ آلفا
١	٧٣.٣ %
٢	٨٧.٤ %

٢. اختبار Kolmogorov-Smirnov

لقد تم استخدام اختبار (K-S) لاختبار مدى إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي، وبما أن قيمة Sig أعلى من٠.٠٥فذلك يعكس إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي.

جدول رقم (٤): يبين تحليل اختبار مدى إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي (K-S).

الفرضية	Sig
١	٠.٥٨٦
٢	٠.٢٤٢
الفرضيات ككل	٠.٨١١

٣. اختبار One-Sample T-test

الفرضية الفرعية الأولى

H٠: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≤٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين التحوط ضد المخاطر في بورصة عمان للأوراق المالية.

H١: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≤٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين التحوط ضد المخاطر في بورصة عمان للأوراق المالية.

جدول رقم (٥): يبين تحليل إختبار T-test للفرضية الفرعية الأولى.

T المحسوبة	T الجدولية	SIG-T	نتيجة الفرضية العدمية
١١.٣٩٤	٢.٠١٤١	٠.٠٠٠	رفض

لقد تم استخدام اختبار ONE SAMPLE T-TEST ونجد من مطالعتنا لنتائج الحاسوب في الجدول السابق أن قيمة T المحسوبة (١١.٣٩٤) أكبر من قيمتها الجدولية (٢.٠١٤١) وبما أن قاعدة القرار تقبل الفرضية العدمية (H٠) إذا كانت قيمة T المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية وترفض الفرضية العدمية إذا كانت قيمة Tالمحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية (H٠) ونقبل الفرضية البديلة (H١) وهذا يعني أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≤٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين التحوط ضد مخاطر الاستثمار في بورصة عمان للأوراق المالية. يتبين من الجدول أن هنالك علاقة إيجابية بين عقود الخيارات وبين حاجة المستثمرين المتمثلة في التحوط ضد مخاطر الاستثمار، وبناءً على ذلك تم التوصل إلى أن عقود الخيارات تؤدي دوراً هاماً في التحوط ضد المخاطر التي من الممكن التعرض لها عند الاستثمار في الأوراق المالية، و نتيجةً لاتفاق معظم مفردات العينة على أن عقود الخيارات تؤدي دوراً هاما في التحوط ضد المخاطر فذلك يعني أن عقود الخيارات المالية تلبي حاجة المستثمرين المتمثلة في التحوط أو التخفيف من حدة المخاطر التي من الممكن لهم مواجهتها عند القيام بعمليات استثمارية، حيث إن هذه الأداة المالية الحديثة تعتبر أكثر فاعلية مقارنة في حال وان تمت عملية الاستثمار من خلال الأدوات المالية التقليدية، وبالرغم من اتفاق مفردات العينة على أن عقود الخيارات تؤدي دوراً هاما في التحوط ضد المخاطر من خلال العديد من الوسائل إلا

وأنهم وافقوا وبشكل كبير (بمتوسط حسابي= ٤.٠٨٧٠) على أن ميزة تجزئة المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية وإدارة كل نوع منها على حدة تعتبر أفضل ما توفره عقود الخيارات لتلبية حاجة المستثمرين المتمثلة في التحوط ضد المخاطر.

الفرضية الفرعية الثانية:

H٠: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≤٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين تحسين مستوى سيولة المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية.

H١: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≤٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين تحسين مستوى سيولة المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية.

جدول رقم (١٥): يبين تحليل اختبار T-test للفرضية الفرعية الثانية.

T المحسوبة	T الجدولية	SIG T	نتيجة الفرضية العدمية
١٤.٥٩٧	٢.٠١٤١	٠.٠٠٠	رفض

لقد تم استخدام اختبار ONE SAMPLE T-TEST ونجد من مطالعتنا لنتائج الحاسوب في الجدول السابق أن قيمة T المحسوبة (١٤.٥٩٧) أكبر من قيمتها الجدولية (٢.٠١٤١) وبما أن قاعدة القرار تقبل الفرضية العدمية (H٠) إذا كانت قيمة T المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية وترفض الفرضية العدمية إذا كانت قيمةT المحسوبة اكبر من قيمتها الجدولية، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية (H٠) ونقبل الفرضية البديلة (H١) وهذا يعني أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند

مستوى (a ≤٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين تحسين نسبة السيولة للمستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية. يتبين من الجدول أن هنالك علاقة بين عقود الخيارات وبين حاجة المستثمرين المتمثلة في تحسين مستوى سيولتهم، وبناءً على ذلك تم التوصل إلى أن عقود الخيارات تؤدي دوراً هاماً في في تحسين سيولة المستثمرين، و نتيجة لاتفاق غالبية مفردات العينة على أن عقود الخيارات تؤدي دوراً هاماً في تحسين سيولة المتعاملين بها فذلك يعني أن عقود الخيارات المالية تلبي حاجة تحسين السيولة أو المراكز المالية، كما و أشارت نتائج الدراسة إلى أن عقود الخيارات توفر للمستثمرين فرصاً أعلى لتحقيق مستوى سيولة يتناسب واحتياجات المتعاملين بمثل هذا الأدوات وذلك نتيجة لكون هذه الأداة المالية الحديثة تعتبر أكثر فاعلية في حال وان تمت مقارنتها في الأدوات المالية التقليدية، وعلى الرغم من اتفاق غالبية مفردات العينة على أن عقود الخيارات تؤدي دوراً هاما في تحسين مستوى السيولة من خلال العديد من الوسائل إلا أنهم وافقوا وبشكل كبير (بمتوسط حسابي= ٤.٠٤٣٥) على أن ما توفره عقود الخيارات من تواجد لصناع السوق في البورصة يعتبر من أفضل الوسائل المؤدية إلى تلبية حاجة المستثمرين المتمثلة في تحسين سيولتهم.

الفرضية الرئيسة الأولى:

H٠: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≤٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية.

نتيجةً لاجتياز جميع الفرضيات الفرعية اختبار One Sample T-test يستدل على رفض الفرضية العدمية (H٠) وقبول الفرضية البديلة (H١) وذلك يعني أنه: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى

(a ≥٠.٠٥) بين عقود الخيارات وبين احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية.

و نظراً لوجود علاقة بين عقود الخيارات وبين احتياجات المستثمرين ككل فذلك يعني أن عقود الخيارات تؤدي دوراً هاماً في التحوط ضد المخاطر وتحسين سيولة المستثمرين، ونتيجةً لتأكيد معظم أفراد العينة على الدور الهام الذي تؤديه عقود الخيارات في تلبية هذه الاحتياجات فتم التوصل إلى أن عقود الخيارات المالية تلبي احتياجات المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية المتمثلة في التحوط ضد المخاطر وتحسين مستوى السيولة.

٤. تحليل اختبار Paired-Sample T-test

الفرضية الرئيسة الثانية:

H٠: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a≥٠.٠٥) بين احتياجات المستثمرين لمجالات عقود الخيارات.

لقد تم استخدام اختبار Paired-Sample T-test لاختبار الفرضية أعلاه، حيث تبين من مطالعتنا لنتائج الحاسوب أن قيمة Tالمحسوبة ليست ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٠.٠٥ وبالتالي
قبل H٠ ونرفض H١ وذلك يعني أنه: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى (a ≥٠.٠٥) بين احتياجات المستثمرين لمجالات عقود الخيارات.

المراجع

المراجع العربية:

- البارودي، شريف محمد(٢٠٠٢)، تحليل لأساليب التأثير على النتائج والمراكز المالية وأثرها على جودة المعلومات بالقوائم المالية مع دراسة إختبارية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول: ٧٢-١٦٣.

- الباز، مصطفى على، (١٩٩٣)، معيار محاسبي مقترح للقياس والإفصاح عن القيمة السوقية العادلة لمنشأة الأعمال المستمرة، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الثالث:١٨٧-٢٥٠.

- البنك المركزي الأردني، (٢٠٠٣)، التعليمات الصادرة عن البنك المركزي الأردني إلى البنوك وشركات الصرافة، تعليمات المعيار المحاسبي ٣٠ والمعيار المحاسبي ٣٩ رقم ١٠/١٩٣٣٠، عمان، الأردن: ١٧١.

- البنك المركزي الأردني، (٢٠٠٣)، التعليمات الصادرة عن البنك المركزي الأردني إلى البنوك وشركات الصرافة، تعليمات البيانات المالية للبنوك رقم ١٠/٢/١٩٦٦٢، عمان، الأردن: ١٢٧-١٦٤.

- البنك العربي (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٥٧-٦٤.

- البنك الإسلامي الأردني (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٦٩.

- البنك الأردني الكويتي (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٢-٤.

- البنك التجاري الأردني (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٣٧.

- البنك الاستثمار العربي الأردني (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٢٤-٣١.

- البنك الأردني للاستثمار والتمويل (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ١-٥.

- البنك الأهلي الأردني (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ١-٤.

- الخطيب، حازم، والقشي، ظاهر، (٢٠٠٤)، توجه معايير المحاسبة نحو القيم العادلة والدخل الاقتصادي وأثر ذلك على الاقتصاد، مجلة الزيتونة للدراسات والبحوث العلمية، عمادة البحث العلمي، جامعة الزيتونة الأردنية، العدد الثاني:٦٧-٩٣.

- الخواجة، مصطفي، (٢٠٠٠)، نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباينات معالجة للتغيرات الهيكلية: دراسة قياسية لمحددات القيمة السوقية لسعر السهم، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول:١٤٣-١٩٢.

- الشامي، مصطفي أحمد، (٢٠٠٠)، المحاسبة عن الاستثمارات المالية في ظل المعايير المحاسبية المعاصرة: دراسة إختبارية لمنفعة المعلومات المتعلقة بالقيم العادلة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث:٣٣٧-٣٦٨.

- العوام، عاطف محمد، (١٩٩٦)، المحاسبة عن القيمة العادلة للاستثمارات المالية قصيرة الأجل في إطار المعايير المحاسبية وقانون سوق المال المصري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ملحق العدد الثاني:١٠٥٦-١٠٦٥.

- الغباري، أيمن فتحي، و الخيران، أسامة فهد (٢٠٠٣)، إطار مقترح لمراجعة القيمة العادلة في ظل مخاطر عدم التأكد ، المجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة القاهرة ببني سويف، العدد الأول:٣٠٧-٣٤٢.

- المملكة الأردنية الهاشمية، هيئة الأوراق المالية، (٢٠٠٥)، تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق المعدلة بالقرار رقم ٢٠٠٥/٢٥٧، مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، عمان.

- بنك الإنماء الصناعي (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ١-٧.

- بنك الاتحاد للادخار والاستثمار (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٣٥-٤٠ز

- بنك المؤسسة العربية المصرفية (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٦-٧.

- بنك الإسكان للتجارة والتمويل (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ٣٣-٣٥.

- بنك الصادرات والتمويل(٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ١٨-٢٣.

- بنك القاهرة عمان (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن: ١٩-٢٤.

- بنك الأردن (٢٠٠٤)، التقرير السنوي للعام ٢٠٠٤، عمان، الأردن:١-٣.

- جردانة، ديما، (٢٠٠٢)، تقارير أسهم الشركات: قطاع البنوك- مجموعة البنك العربي، شركة مجموعة أطلس الاستثمارية، عمان، الأردن.

- جردانة، ديما، (٢٠٠٢)، تقارير أسهم الشركات: قطاع البنوك- البنك الأردني الكويتي، شركة مجموعة أطلس الاستثمارية، عمان، الأردن.

- جمهورية مصر العربية، وزارة الاقتصاد، (١٩٩٧)، قرار وزير الاقتصاد رقم ١٩٩٧/٥٠٣ بشأن معايير المحاسبة المصرية وتعديلات نماذج القوائم المالية لشركات المساهمة والتوصية بالأسهم، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، القاهرة.

- حماد، طارق عبد العال،(٢٠٠٢) مشكلات تطبيق المحاسبة عن القيمة العادلة في البيئة المصرية: بالتطبيق على قطاع البنوك، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني:٥١١-٦٠٥.

- دليل بورصة عمان للأوراق المالية، (٢٠٠٥)، دليل الشركات لعام ٢٠٠٤،www.exchang.jo، عمان، الأردن.

- عبد الفتاح، محمد عبد الفتاح(٢٠٠٢)، الإفصاح عن القيم العادلة لبنود الأصول طويلة الأجل وتأثيره على جودة المعلومات المحاسبية وموقف المراجع: دراسة ميدانية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني: ١٢٥-٢٠٨.

- عاشور، عصافت سيد أحمد(٢٠٠٢)، دور معايير المحاسبة في تشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول: ١-٧١.

- لجنة معايير المحاسبة الدولية، (١٩٩٩)، المعايير المحاسبية الدولية١٩٩٩، ترجمة المجمع العربي للمحاسبين القانونين، جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن.

- لجنة معايير المحاسبة الدولية، (٢٠٠١)، المعايير المحاسبية الدولية٢٠٠٠، ترجمة المجمع العربي للمحاسبين القانونين، جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن.

- لجنة معايير المحاسبة الدولية، (٢٠٠٣)، المعايير المحاسبية الدولية٢٠٠١، ترجمة المجمع العربي للمحاسبين القانونين، جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن.

- لجنة معايير المحاسبة الدولية، (٢٠٠٤)، المعايير المحاسبية الدولية٢٠٠٢، ترجمة المجمع العربي للمحاسبين القانونين، جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن.

- مجلس معايير المحاسبة الدولية، (٢٠٠٥)، المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ٢٠٠٣، ترجمة المجمع العربي للمحاسبين القانونين، جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن.

- مجلس معايير المحاسبة الدولية، (٢٠٠٦)، المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية٢٠٠٤، ترجمة المجمع العربي للمحاسبين القانونين، جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، الأردن.

- محمد، عبد الجابر السيد طه، (١٩٩٩)، الاتجاهات المعاصرة في المحاسبة عن الاستثمارات في الأوراق المالية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني:٣١٩-٣٩٦.

- مصطفي، غالب نصر، (١٩٩٨)، المعايير المحاسبية الدولية والمحاسبة عن الاستثمارات في الشركات المساهمة الكويتية: دراسة ميدانية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع:٥٠٥-٥٦٤.

- مصطفي، نهال فريد، (٢٠٠٠)، دور المعلومات المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني:٨٩٥-٩٤٣.

- مرعي، ليلى محمد لطفي، (٢٠٠٣)، المعايير المصرية ومشاكل القياس والإفصاح الخاصة في الأوراق المالية: دراسة تحليلية ميدانية للبيئة المصرية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني:٣٠٩-٣٦٥.

المراجع الأجنبية:

- AAA Financial Accounting Standards Committee, (٩/٢٠٠٥), Response to the FASB`S Exposure Draft on Fair Value Measurement, Accounting Horizons, Summary in http:// www. aaa. org. ٢٠٠٦, AAA.

- AAA Financial Accounting Standards Committee, (٦/١٩٩٤), Response to the FASB`S Exposure Draft Accounting for Certain Investments in Debt Securities, Accounting Horizons, No.٢, AAA:١١٧-١١٩.

- AICPA, (٢٠٠٣), Auditing Fair Value Measurement and Disclosure, A Toolkit for Auditors, AICPA, USA.

- AICPA, ASB, (٢٠٠٣), SAS No. ١٠١: Auditing Fair Value Measurement and Disclosure, www.cpa٢biz.com, AICPA, USA.

- Australian Accounting Research, (٢٠٠٢), New Auditing Standard on the Audit Fair Value, AAR.

- Barth, M. E., (١٩٩٤), Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks, The Accounting Review, No.١:١٦١-١٨٢.

- Bhattacharyya, A. K., (٧/١٩٩٩), Fair Value Model in Accounting, Business line, Islamabad: ١-٥.

- Day, J. M., (١٢/٢٠٠٠), Fair Value Accounting, US Securities and Exchange Commission:١-٨.

- Godwin, N., Petroni, K. and Wahlen, J., (١٩٩٧), Fair Value Accounting for Property-Liability Insurers and Classification Decisions Under FAS No. ١١٥, Journal of Accounting, Auditing and Finance: ٢٠٧-٢٣٩.

-Hirst, D. Eric, Hopkins, Patrick E. and Wahlen, James M., (٤/٢٠٠٤), Fair Values, Income Statement, and Bank Analysts` Risk and Valuation Judgments, Accounting Horizons, Summary in http:// www. aaa. org.٢٠٠٦, AAA

- IASB, IASCF, (٢٠٠٥), International Accounting Standard ٣٢, Financial Instruments: Disclosure and Presentation, IFRSs ٢٠٠٤, International Accounting Standard Committee Foundation, London, http://www.iasb.org, United Kingdom.

- IASB, IASCF, (٢٠٠٦), International Accounting Standard ٣٢, Financial Instruments: Presentation, IFRSs ٢٠٠٦, International Accounting Standard Committee Foundation, London, http://www.iasb.org, United Kingdom.

- IASB, IASCF, (٢٠٠٦), International Accounting Standard ٣٩, Financial Instruments: Recognition and Measurement, IFRSs ٢٠٠٦, International Accounting Standard Committee Foundation, London, http://www.iasb.org, United Kingdom.

- IASB, IASCF, (٢٠٠٦), International Financial Reporting Standard ٧, Financial Instruments: Disclosure, IFRSs ٢٠٠٦, International Accounting Standard Committee Foundation, London, http://www.iasb.org, United Kingdom.

- IFAC, (١/٢٠٠٦), Handbook of International Auditing, Assurance and Ethics Pronouncements, ٢٠٠٦ Edition, International Federation of Accountants.